

MERCADOS FINANCIEROS E INVERSIÓN COLECTIVA

MERCADOS FINANCIEROS E INVERSIÓN COLECTIVA

Coordinador

Antonio Grandío Dopico

Autores

Antonio Grandío Dopico

Pedro Alejandro López Suárez

Vicente Manuel López López

MERCADOS FINANCIEROS E INVERSIÓN COLECTIVA

Cualquier forma de reproducción, distribución, comunicación pública o transformación de esta obra solo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

No está permitida la reproducción total o parcial de este libro, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del Copyright.

DERECHOS RESERVADOS 2008, respecto a la segunda edición en español, por

© Netbiblo, S. L.

netbiblo

www.netbiblo.com

NETBIBLO, S. L.

C/. Rafael Alberti, 6 bajo izq.

Sta. Cristina 15172 Oleiros (La Coruña) – Spain

Tlf: +34 981 91 55 00 • Fax: +34 981 91 55 11

www.netbiblo.com

editorial@netbiblo.com

Miembro del Foro Europeo de Editores

ISBN 978-84-9745-190-1

Depósito Legal: C-4047-2008

Directora Editorial: Cristina Seco López

Editora: María Martínez

Producción Editorial: Gesbiblo, S. L.

Impreso en España – Printed in Spain

Prólogo	xi
----------------------	-----------

I Viejos y nuevos paradigmas, un recorrido histórico. Tipos de riesgos	I
---	----------

1.1. Cambios en la regulación financiera:	
Causas y efectos	1
1.1.1. La necesidad y las bases de una nueva política de financiación del Estado	3
1.1.2. Contenido de la nueva política de financiación del Estado	6
1.2. Regulación y mercados financieros	9
1.2.1. El marco general	10
1.2.2. La justificación de la regulación financiera	12
1.2.3. Los instrumentos de la regulación financiera.....	15
1.3. Tipos de riesgos	22
1.3.1. Riesgo de crédito	23
1.3.2. Riesgo de mercado	26
1.3.3. Riesgo legal.....	27
1.3.4. Riesgo de liquidez.....	27
1.3.5. Riesgo país	28
1.3.6. Riesgo de pérdida de imagen y credibilidad.....	28
1.3.7. Riesgo por actos delictivos, siniestros y fraudes	28
1.3.8. Riesgo tecnológico.....	28
1.3.9. Riesgo estratégico	29
1.3.10. Riesgo operativo	29
1.4. Consideraciones finales.....	29
1.5. Bibliografía	36

2 Los mercados financieros. Aspectos estructurales y conceptuales.....	39
---	-----------

2.1. Mercado interbancario.....	39
2.1.1. Banco Central Europeo y política monetaria.....	43
2.2. Mercado de divisas.....	46
2.2.1. Funciones y naturaleza del mercado de divisas.....	47
2.2.2. Participantes y segmentos en los mercados de divisas.....	51

2.2.3.	Expresión de los tipos de cambio	55
2.2.3.1.	Aspectos generales	55
2.2.3.2.	Tipos cruzados	57
2.2.4.	Relación entre los tipos de cambio <i>spot</i> y <i>forward</i> : La teoría de la paridad de tipos de interés.....	58
2.3.	El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones	60
2.3.1.	Participantes en el Mercado de Deuda Pública.....	60
2.3.2.	Activos de Deuda Pública.....	62
2.3.2.1.	Letras del Tesoro	62
2.3.2.2.	Bonos y Obligaciones del Estado	63
2.3.2.3.	<i>Strips</i> de Deuda Pública.....	63
2.3.2.4.	Deuda del Estado en divisas.....	64
2.3.3.	Mercado Primario de Deuda Pública.....	64
2.3.4.	Mercado secundario de Deuda Pública anotada	67
2.4.	Mercado de Renta Fija Privada.....	69
2.4.1.	AIAF	69
2.4.2.	Mercado Bursátil de Renta Fija.....	71
2.4.3.	La renta fija privada.....	72
2.4.3.1.	Pagarés de empresa.....	73
2.4.3.2.	Bonos y obligaciones.....	73
2.4.3.3.	Cédulas hipotecarias	75
2.4.3.4.	Bonos hipotecarios	75
2.4.3.5.	Participaciones hipotecarias	76
2.4.3.6.	Titulizaciones hipotecarias y de activos	77
2.4.3.7.	Participaciones preferentes	77
2.4.3.8.	Deuda subordinada.....	78
2.4.3.9.	Las cuotas participativas.....	78
2.4.3.10.	Cédulas territoriales	79
2.4.3.11.	Deuda internacional	79
2.5.	Bolsas de valores	79
2.5.1.	Organización institucional	79
2.5.1.1.	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	80
2.5.1.2.	Sociedad Rectora de cada Bolsa	81
2.5.1.3.	Sociedad de Bolsas	81
2.5.1.4.	Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación (Iberclear)	81
2.5.2.	Compañías cotizadas	82
2.5.3.	Intermediarios del Mercado	84

2.5.4.	Sistemas de contratación.....	86
2.5.4.1.	El mercado de corros.....	86
2.5.4.2.	El SIBE.....	87
2.5.5.	Tipología de órdenes bursátiles.....	93
2.5.6.	Normas de variación de precios.....	94
2.5.7.	Los índices bursátiles.....	95
2.5.7.1.	Índices nacionales.....	95
2.5.7.2.	Índices internacionales.....	98
2.5.8.	Mercado Alternativo Bursátil.....	99
2.5.9.	Otros mercados bursátiles.....	100
2.6.	Mercado Oficial de Futuros y Opciones (MEFF).....	102
2.7.	La gestión del riesgo de tipo de interés en la empresa. Derivados y estructurados financieros de tipo de interés.....	112
2.7.1.	Tipo de interés a corto plazo.....	114
2.7.2.	Tipo de interés a largo plazo.....	115
2.7.3.	Estructuras financieras para la gestión del riesgo de tipos de interés.....	119
2.7.3.1.	<i>Plain Vanilla Swap</i>	119
2.7.3.2.	<i>Swap Step-Up</i>	125
2.7.3.3.	Swap bonificado.....	126
2.7.3.4.	Techo o cap.....	131
2.7.3.5.	Túnel o collar.....	135
2.8.	Bibliografía.....	138

3	Banca de particulares e inversión colectiva en España.....	141
3.1.	Introducción.....	141
3.2.	Innovación y competencia en el sistema bancario español.....	143
3.2.1.	Factores que estimularon la innovación financiera.....	144
3.2.2.	Importancia de la regulación financiera.....	145
3.2.3.	El déficit público.....	147
3.2.4.	La privatización de empresas públicas y las OPV'S de empresas privadas.....	148
3.2.5.	La evolución de los tipos de interés y la inflación.....	148
3.2.6.	La competencia bancaria: Principal factor dinamizador.....	150
3.2.6.1.	Años 1986-1987: Entidades y marcas por producto.....	150
3.2.6.2.	Años 1998-1999: Entidades y marcas por producto.....	153
3.2.7.	El patrimonio financiero familiar.....	160

3.2.8.	Etapas en el proceso de creación de productos financieros	163
3.2.8.1.	Primera etapa: 1986-1989 (El déficit público, la inflación y los activos opacos).....	164
3.2.8.2.	Segunda etapa: 1990-1993 (El inicio de la competencia bancaria).....	168
3.2.8.3.	Tercera etapa: 1994-1997 (La consolidación de los fondos de inversión)	169
3.2.8.4.	Cuarta etapa: 1998-2001 (La crisis de los mercados financieros).....	171
3.2.8.5.	Quinta etapa: 2002-2006 (El <i>boom</i> hipotecario)	172
3.2.9.	Conclusiones	174
3.3.	Los fondos de inversión de carácter financiero.....	175
3.3.1.	La inversión colectiva en el marco del sistema financiero español	176
3.3.1.1.	Características generales.....	176
3.3.1.2.	Tipos de instituciones	178
3.3.1.3.	Los fondos de inversión de carácter financiero.....	179
3.3.2.	Características de los fondos de inversión como producto financiero	180
3.3.3.	El desarrollo de los fondos de inversión	182
3.3.3.1.	Factores condicionantes	182
3.3.3.2.	Etapas en la evolución histórica.....	183
3.3.4.	Las campañas publicitarias como determinantes de la popularización de los fondos de inversión.....	187
3.3.4.1.	La competencia en la industria de fondos de inversión	188
3.3.4.2.	Precedentes en la promoción comercial de los fondos de inversión.....	190
3.3.4.3.	La publicidad bancaria como principal factor dinamizador	191
3.3.5.	Conclusiones	194
3.3.6.	Anexo publicitario	197
3.4.	La estructura societaria de la inversión colectiva mobiliaria	206
3.4.1.	Evolución de las sociedades de inversión mobiliaria	206
3.4.1.1.	Las sociedades, el patrimonio y los accionistas	208
3.4.1.2.	Distribución de las inversiones	213
3.4.2.	La SICAV producto estrella de la banca privada....	214

3.4.3.	Tratamiento fiscal: Aspectos conflictivos.....	217
3.4.4.	El capital variable como singularidad de las SICAV.....	218
3.4.5.	El Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	219
3.4.6.	La SICAV y otras alternativas de gestión financiera.....	220
3.4.6.1.	Sociedades de Inversión Colectiva de Inversión Libre (SIIL)	221
3.4.6.2.	Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII).....	222
3.4.6.3.	Sociedades de Capital Riesgo.....	223
3.4.7.	Principales diferencias entre la SICAV y otras IIC	225
3.4.8.	Conclusiones.....	226
3.5.	La inversión colectiva inmobiliaria en España	226
3.5.1.	El mercado de las instituciones de inversión colectiva	230
3.5.2.	El mercado de la vivienda en España	232
3.5.3.	Participación de los grupos financieros en la creación de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.....	234
3.5.4.	Evolución de la inversión colectiva inmobiliaria española	236
3.5.4.1.	El patrimonio y los inversores	236
3.5.4.2.	Comparación entre las rentabilidades obtenidas en relación con índices de referencia	238
3.5.4.3.	Comisiones percibidas por las sociedades gestoras y los depositarios.....	239
3.5.4.4.	La comercialización de los FII y de las SII.....	241
3.5.5.	El tratamiento fiscal como factor diferencial	241
3.5.6.	Singularidades de la inversión colectiva inmobiliaria	242
3.5.7.	La inversión colectiva inmobiliaria desde la perspectiva del inversor	243
3.5.8.	Influencia de la inversión colectiva inmobiliaria en la economía.....	246
3.5.8.1.	Incidencia en los mercados inmobiliarios.....	246
3.5.8.2.	Incidencia sobre los mercados financieros y en otras magnitudes económicas.....	247
3.5.9.	Conclusiones.....	247
3.6.	Bibliografía	249

Prólogo

La evolución de la economía mundial y el crecimiento económico ha propiciado importantes y sucesivos cambios que han transformado las características y las condiciones del mundo financiero. La historia del dinero a lo largo del tiempo —apasionante e ilustrativa— explica los grandes cambios que ha experimentado el orden económico mundial y los mercados financieros.

En los años sesenta y posteriores, existía un importante mecanismo de financiación que era el crédito, respaldado por el sistema bancario de cada país. La fuente complementaria de recursos provenía de las bolsas de valores. Los sistemas financieros, en la actualidad, han experimentado cambios considerables y, de manera complementaria a los bancos y a las bolsas, los mercados financieros juegan un papel estelar. La clave del proceso ha sido la desintermediación, es decir, la existencia de alternativas de financiación distintas a las tradicionales del crédito bancario. La desintermediación ha cambiado la actividad bancaria y, además, con la ayuda insustituible de las nuevas tecnologías, ha modificado el mapa mundial de los sistemas financieros y de sus posibilidades de actuación. Ha multiplicado, igualmente, los riesgos derivados de la actividad financiera puesto que el binomio rentabilidad-riesgo acoge todo tipo de inversiones—.

La idea motriz que da cuerpo a esta obra es la de evidenciar la situación actual de las finanzas y las posibles opciones para las familias, las empresas y el sector público. Pretende, también, explicar la banca de particulares y las posibilidades que se derivan de la inversión colectiva.

Es conveniente, para obtener los conocimientos básicos que permitan a los no iniciados un mayor aprovechamiento de las exposiciones que se realizan, centrarse en los siguientes aspectos:

- Estructura actual del sistema financiero español: características principales.
- Funciones del Banco de España, Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y Dirección General de Seguros.
- Una visión de conjunto de las entidades de crédito: banca, cajas de ahorro, cooperativas de crédito.
- Establecimientos financieros de crédito y entidades de dinero electrónico.
- Empresas de Servicios de Inversión.
- Sociedades y fondos de capital riesgo, fondos y sociedades gestoras de titulización de activos, etc.
- Compañías de seguros y fondos de pensiones.

Se recomienda, finalmente, la observación y manejo práctico de la tarifa de comisiones, condiciones y gastos repercutibles a clientes, de la entidad de crédito que se elija, que pueda obtenerse en www.bde.es.

El negocio financiero es medido, por publicaciones y analistas, con criterios objetivos (rentabilidad sobre recursos propios y activos totales, nivel de eficiencia, margen financiero, rentabilidad real, etc.) y con otros criterios sobre estrategia, calidad de los resultados, capacidad de dirección, innovación, etc. Es aconsejable, fundamentalmente para aquellas personas que aspiran a pertenecer profesionalmente a ese mundo, tener en cuenta que, a pesar de las innovaciones financieras y los grandes cambios experimentados, los principales criterios de actuación son antiguos, perviven con el paso del tiempo y, lo que es más importante, son la base del éxito o del fracaso. La clave del éxito en empresas que captan recursos y gestionan riesgos es, sin duda alguna, una correcta administración del riesgo. Condición necesaria, para lograr lo señalado, son los equipos de gestión que deben ser competentes, no tener afán especulativo y, siempre, evitar los fraudes. Las gestiones inspiradas en el convencimiento de que el tiempo lo resuelve todo y el no reconocimiento de las insuficiencias patrimoniales, porque se siguen captando recursos, tienen como demuestran las crisis bancarias vividas un mal final.

Los viejos y nuevos paradigmas son absolutamente compatibles. Principios de actuación de “siempre” tienen absoluta vigencia con las innovaciones financieras más avanzadas, coberturas de riesgos, etc., que propician un negocio más seguro, actual y rentable.

Se sugiere, finalmente, al lector —para un mayor conocimiento de la actividad bancaria— el análisis de otras obras que ahonden en las causas y consecuencias de las distintas innovaciones financieras y de las crisis acaecidas en el pasado más reciente. Es recomendable, también, el manejo de los informes de gestión que publican las distintas entidades.

El mundo financiero, en los últimos veinte años, ha experimentado un cambio espectacular. Sería muy prolijo enumerar las distintas etapas y la regulación financiera que sustenta estos cambios. El contenido del libro está dirigido a satisfacer las demandas de los lectores que, por vocación, buscan especializarse en cuestiones relacionadas con los mercados financieros. Se recomienda, al final de cada capítulo, una bibliografía complementaria que permite profundizar en aquellos aspectos, de mayor interés, según los respectivos enfoques profesionales.

El objetivo fundamental es familiarizar al lector en todo lo concerniente a las relaciones financieras que se instrumentan entre intermediarios, mercados, activos, medios de cobertura y los riesgos que se derivan de cada tipo de actuación.

Una cuestión básica, a tener en especial consideración, son los asuntos relacionados con la innovación financiera. Este aspecto adquiere rigurosa actualidad si se toma como referencia todo lo acaecido desde el mes de julio del año 2007. Entre otras consideraciones cabe señalar las siguientes:

El negocio financiero es muy antiguo y sus reglas —actualizadas a los nuevos negocios y a los nuevos conceptos— de evaluación del riesgo, de

impactos económicos, de controles necesarios, de concentración sectorial de la inversión, etc., no se modifican como consecuencia de modas y de “aparentes” innovaciones financieras dictadas, importadas y no valoradas, como consecuencia de la actual globalización. El negocio fácil, en muchos casos sustentado en productos derivados, sin control y conocimiento preciso de sus efectos, acaba originando quebrantes económicas de envergadura y tiene como efecto directo el generar desconfianza, justo lo contrario de la estabilidad que es la razón de ser y la base de actuación de reguladores, mercados, intermediarios y activos.

Como complemento de lo señalado se enumeran una panoplia de situaciones muy recientes y de gran impacto económico, que son ejemplos contrarios a una actuación sensata:

- “Société Générale culpa a un operador de 31 años de un agujero de 4.900 millones”. *El País*, viernes 25 de enero de 2008. J. M. Martí Font.
Jérôme Kerviel se saltó cinco controles y apostó con futuros por una subida de la Bolsa para quedarse las ganancias, pero la caída causó enormes pérdidas.

Tabla 1. Una cadena de escándalos.

Société Générale	2008	Jérôme Kerviel causa unas pérdidas de 4.900 millones al apostar en futuros sobre índices de Bolsa sin autorización.
Amaranth Adv.	2006	El operador Brian Hunter provoca pérdidas de 4.490 millones ⁽¹⁾ en operaciones con gas natural.
Allied Irish Bank	2002	Un broker esconde unas pérdidas de 470 millones ⁽¹⁾ en el mercado de divisas.
Sumitomo Corp.	1996	Descubiertas unas pérdidas de 1.768 millones ⁽¹⁾ en el mercado de cobre en operaciones de Yasuo Hamanaka no autorizadas.
Daiwak Bank	1995	Descubre unas pérdidas de 748 millones ⁽¹⁾ en operaciones no autorizadas.
Barings	1995	La entidad se colapsó tras anotarse unas pérdidas de 952 millones ⁽¹⁾ provocadas por el broker Nick Leeson.

⁽¹⁾ Datos originales en dólares convertidos a euros con un tipo de cambio de un euro equivalente a 1,47 dólares.

Fuente: Elaboración propia.

- “SocGen destapó el fraude del ‘broker’ cuando ascendía a 50.000 millones y lo redujo a 4.900”. *El Mundo*, lunes 28 de enero de 2008. Rubén Amón.
El banco sorprendió a Kerviel cuando vendía futuros que superaban el valor de la propia entidad.
Jérôme Kerviel no había cavado un agujero de 4.900 millones de euros. Tuvo en sus manos el fin de la Société Generale. Al menos, la

entidad francesa reconoció ayer que las operaciones fraudulentas del famoso broker treintañero podrían haberse elevado a 50.000 millones de euros. La cifra, para entendernos, supera el valor del propio banco (34.000 millones) y se acerca al dinero que costaría comprar el BBVA. Razones vertiginosas y apocalípticas que todavía hacen más inverosímil la obra maestra del “solitario”.

¿Pudo Kerviel realmente haber descoyuntado la SocGen sin cómplices ni instigadores? El banco francés persevera en la hipótesis original. Y sostiene que Kerviel organizó una trama hiperbólica, enrevesada, para distraer una serie de operaciones monstruosas.

La primera recomendación es la necesidad de actuar con prudencia y rigor en todas las cuestiones que tengan que ver con los activos financieros. Esta recomendación adquiere mayor singularidad en el caso de mercados e instrumentos que están dotados de un alto contenido especulativo.

La segunda recomendación, como señala Pablo Fernandez, Profesor Ordinario del IESE, en la revista de Antiguos Alumnos (julio-septiembre 2007) es la siguiente:

“Para ganar dinero en la Bolsa o en el mercado inmobiliario, lo importante es prever qué van a hacer los precios, aunque estos se alejen del valor razonable”. La gestión del patrimonio, matiza el citado el profesor, es, fundamentalmente, un ejercicio de sentido común. El sentido común lo enuncia como la observación de los siguientes principios:

1. Valorando bien se puede perder dinero en Bolsa y en cualquier mercado.
2. La mayoría de los matemáticos no son millonarios.
3. Los índices bursátiles no dicen toda la verdad sobre el movimiento de las bolsas.
4. En cualquier adquisición es fundamental pagar un precio inferior al valor del bien comprado.
5. La eficiencia de los mercados no supone que las bolsas valoren siempre correctamente las acciones.
6. La gestión de patrimonios no es cometido único de “expertos”.
7. Es fundamental elegir buenos gestores para sus fondos.
8. Ante el dilema entre “procedimientos científicos financieros”, “instituciones financieras de reconocido prestigio” y su sentido común, guíese siempre por su sentido común.
9. El valor de las acciones y de los bienes dependen fundamentalmente de expectativas.
10. Los datos históricos se deben analizar cuidadosamente.
11. Es importante diversificar, pero invertir en muchos activos no es necesariamente diversificar”.

Una actuación prudente, rigurosa y sensata, debe ayudar a evitar situaciones de crisis como las que se detallan en la siguiente tabla.

Tabla 2. Cronología de la crisis financiera.

Año 2007	
12 de marzo	New Century, financiera de créditos de alto riesgo, se sitúa al borde de la quiebra después de que los grandes bancos de inversión, limiten su financiación por miedo a los impagos de los suscriptores de hipotecas basura.
14 de marzo	La Asociación de Bancos Hipotecarios revela que el número de impagos del sector hipotecario en EE.UU. alcanza su punto más alto en siete años.
27 de marzo	Los precios de la vivienda registran su primera caída interanual desde 1996.
2 de abril	El grupo hipotecario New Century anuncia suspensión de pagos. La firma es la mayor de más de una veintena de compañías similares que han venido experimentando dificultades desde finales de 2006.
18 de julio	Se declara la quiebra de dos <i>hedge funds</i> de Bear Stears a causa de la pérdida de valor de sus activos ligados a hipotecas de alto riesgo.
1 de agosto	Bancos estadounidenses como Wells Fargo y Wachovia endurecen los requisitos para conceder préstamos. Unas setenta firmas hipotecarias norteamericanas han declarado su bancarrota en los últimos seis meses.
6 de agosto	American Home Mortgage, el décimo banco hipotecario de EE.UU., declara la suspensión de pagos. Durante esta semana, entidades medianas como National City Home Equity o Aegis Mortgage Corp, suspenden todo tipo de solicitud de préstamos.
7 de agosto	BNP Paribas suspende temporalmente la liquidación de tres fondos de inversión a causa de las crisis hipotecaria norteamericana.
9 de agosto	El Dow Jones registra la caída más fuerte desde marzo de 2003 por los temores a un desplome del sistema crediticio. El Banco Central Europeo (BCE) inyecta en el mercado 94.841 millones de euros y la Reserva Federal (Fed) de EE.UU. 24.000 millones de dólares, tratando de prevenir una crisis de liquidez.
10 de agosto	El banco hipotecario americano Homebanc se declara en quiebra.
17 de agosto	Un grupo de cajas de ahorro alemanas inyecta un crédito de 17.300 millones de euros al banco de Sajonia, Sachsen LB, afectado por la crisis “subprime”. La firma norteamericana de inversiones Sentinel Management se declara en banca rota.

Continúa

Año 2007	
21 de agosto	La compañía First Magnus Financial, la segunda mayor empresa privada de financiación hipotecaria de EE.UU., declara su bancarota. Capital One anuncia el cierre de su filial hipotecaria GreenPoint. La firma de préstamos hipotecarios Accredited Home Lenders, anuncia una profunda reestructuración de la actividad de la entidad y el cese de sus operaciones hipotecarias.
22 de agosto	Lehman Brothers cierra su división de hipotecas subprime, BNC Mortgage, con una carga financiera de 54 millones de dólares.
24 de agosto	Los chinos Commercial Bank of China (ICBC) y Bank of China, declaran poseer inversiones expuestas a la crisis subprime por un importe de 10.800 millones de dólares.
27 de agosto	El estado federal germano de Sajonia vende el banco Sachsen LB, afectado por la crisis subprime, al Landesbank Baden-Württemberg.
3 de septiembre	El Banco de Industria Alemán (IKB) advierte que prevé unas pérdidas anuales de 700 millones de euros por su exposición a la crisis hipotecaria de EE.UU. En un plan de rescate, el Banco Estatal de Crédito para la Reconstrucción y el Desarrollo (KfW) y entidades privadas alemanas anuncian que inyectarán 3.500 millones de euros en el IKB.
11 de septiembre	La entidad hipotecaria británica Victoria Mortgages, con una cartera de préstamos de 441 millones de euros, se declara insolvente.
13 de septiembre	El Banco de Inglaterra acude en ayuda del Northern Rock, quinto del país por hipotecas concedidas, que se desplomará en la bolsa londinense en los días siguientes.
18 de septiembre	Los procesos de ejecución de hipotecas abiertos en EE.UU. se duplican en un año.
20 de septiembre	Bear Stearns declara una caída del 60% en sus beneficios.
29 de septiembre	La congelación del mercado de crédito se ha cobra en EE.UU. al Netbank, uno de los bancos pioneros de Internet, ING absorberá parte de sus activos.
1 de octubre	El Banco Suizo UBS comunica unas pérdidas trimestrales de 482 millones de euros e informa que se verá obligado a hacer una depreciación de sus activos por 3.400 millones de dólares como consecuencia de los malos resultados en inversiones hechas en créditos hipotecarios en EE.UU. Citigroup, por su parte, anuncia unas pérdidas trimestrales de 1.300 millones de dólares. Deutsche Bank informa que sus ganancias podrían recibir un impacto negativo de 2.400 millones de dólares como consecuencia de la crisis.

Continúa

Año 2007

16 de octubre

Adam Applegarth, presidente ejecutivo de Northern Rock dimite. Su valor en Bolsa pasa de 3.000 a 500 millones de libras, en dos meses.

30 de octubre

El presidente del banco de inversiones Merrill Lynch, Stan O'Neal dimite tras reconocer que el nivel de deudas incobrables por su compañía alcanza los 7.900 millones de dólares. Además, a principios de octubre, Merrill Lynch anunció unas pérdidas cercanas a los 5.000 millones de dólares en el tercer trimestre del año.

5 de noviembre

Citi anuncia una caída del 57% en sus beneficios trimestrales y eleva las provisiones por la crisis entre 8.000 y 11.000 millones de dólares. El CEO de esta institución, Charles Prince, renuncia a su cargo.

8 de noviembre

Morgan Stanley avisa de que su beneficio en el cuarto trimestre de 2007 se reducirá en 2.500 millones de dólares.

9 de noviembre

Wachovia cifra hasta en 6.000 millones de dólares el impacto en su resultado del cuarto trimestre.

13 de noviembre

Bank of America anuncia provisiones de 3.000 millones de dólares en el cuarto trimestre.

14 de noviembre

La crisis cuesta 3.400 millones de dólares a HSBC en el tercer trimestre.

15 de noviembre

Bear Stearns anuncia las primeras pérdidas en sus 83 años de historia debido a una provisión de 1.200 millones de dólares para hacer frente a las pérdidas en activos ligados al mercado hipotecario. Barclays provisiona 1.300 millones de libras.

20 de noviembre

Freddie Mac se anota las mayores pérdidas de su historia, 2.029 millones de dólares, debido al aumento de la morosidad hipotecaria y los embargos en EE.UU.

27 de noviembre

Citigroup, seriamente golpeado por la crisis de los créditos hipotecarios de riesgo, da entrada a un fondo soberano de Abu Dhabi por 7.500 millones de dólares, el equivalente al 4,9% de su capital.

5 de diciembre

Royal Bank of Scotland dota 1.250 millones de libras.

10 de diciembre

UBS provisiona 11.000 millones de dólares y anuncia pérdidas para el cuarto trimestre y para el año. En diciembre de 2007, el fondo soberano de Singapur (GIC) adquiere una participación en UBS valorada en 9.750 millones de dólares, y un mes después invertirá 6.900 millones de dólares en Citigroup.

Continúa

Año 2007
<p>12 de diciembre: La Fed estadounidense, el BCE y los bancos centrales de Suiza, Inglaterra y Canadá acuerdan un plan para afrontar la crisis financiera. Bank of America avisa de que provisionará en el cuarto trimestre 1.300 millones de dólares más.</p>
<p>19 de diciembre El Banco de inversión Morgan Stanley presenta unas pérdidas trimestrales de 3.588 millones de dólares, y dota una provisión por 9.000 millones de dólares asociadas a los problemas del mercado inmobiliario. Asimismo, anuncia la inyección de 5.000 millones de dólares por un fondo soberano chino a cambio del 9,9% de su capital.</p>
Año 2008
<p>15 de enero Citigroup, primer banco estadounidense, cierra 2007 con la peor cuenta trimestral de su historia, en tres meses pierde 9.800 millones de dólares. Anuncia una caída del 83% en su beneficio anual y provisiona 18.100 millones de dólares por incobrables. Merrill Lynch, acuerda una ampliación de capital a través de bonos convertibles con Korea Investment Corporation, Kuwait Investment Authority y Mizuho Corporate Bank.</p>
<p>16 de enero JPMorgan da a conocer un recorte del 34% en su beneficio trimestral.</p>
<p>17 de enero Merrill Lynch anuncia pérdidas de 8.600 millones de dólares para el ejercicio 2007.</p>
<p>21 de enero El IBEX 35 sufre la mayor caída de su historia ante el temor a una recesión en la economía estadounidense. El resto de los mercados mundiales también se desploman.</p>
<p>29 de enero El FBI investiga a 14 compañías enredadas en la crisis de las hipotecas subprime, como parte de una ofensiva contra prácticas inapropiadas en la oferta de crédito al público.</p>
<p>6 de febrero Wall Street se desploma después de que se diera a conocer que la actividad en el sector de los servicios disminuyó inesperadamente en enero. Calan los temores de que la peor recesión en el sector inmobiliario en EE.UU. en 25 años se contagie a los otros sectores.</p>
<p>10 de febrero Los ministros de finanzas del G7 advierten que las pérdidas ocasionadas por la crisis hipotecaria en EE.UU. puede llegar a los 400.000 millones de dólares.</p>
<p>17 de febrero El gobierno británico nacionaliza Northern Rock.</p>

Continúa

Año 2008

11 de marzo

La Reserva Federal de EE.UU., el BCE y los bancos centrales de Reino Unido, Canadá y Suiza, realizan otro intento coordinado para aliviar las condiciones en los mercados de crédito, con una ayuda de 200.000 millones de dólares.

14 de marzo

Bear Stearns pierde en unas horas casi el 90% de su valor en bolsa, después de que JP Morgan acordara comprarlo a un precio de dos dólares por acción.

24 de marzo

JP Morgan eleva su oferta por Bear Stearns de 2 a 10 dólares por acción para contentar a los accionistas, que aprueban su venta el 29 de mayo.

31 de marzo

Lehman Brothers anuncia una emisión de bonos convertibles en acciones para recapitalizar la compañía y reducir el endeudamiento por valor de 4.000 millones de euros.

1 de abril

UBS, el mayor banco de Suiza, anuncia pérdidas de 7.740 millones de euros.

8 de abril

El FMI calcula que las pérdidas derivadas de la crisis ascienden a 600.000 millones de euros.

18 de abril

Citigroup comunica unas pérdidas trimestrales de 5.110 millones de dólares, su segunda pérdida trimestral consecutiva, golpeado por amortizaciones de deuda (15.000 millones de dólares) y un aumento de las reservas por su cartera vencida.

15 de mayo

Barclays, el tercer banco del Reino Unido, anuncia una caída de su beneficio tras sufrir una depreciación de sus activos de 1.006 millones de libras.

22 de mayo

El banco suizo UBS, lanza una operación especial para cubrir parte de los 37.000 millones de dólares de pérdidas provocados en sus activos ligados a hipotecas de EE.UU.

19 de junio

EE.UU. trata de restaurar la confianza en los mercados mediante investigaciones relacionadas con la crisis financiera. El FBI arresta a 406 personas en una investigación sobre fraudes hipotecarios valorados en 1.000 millones de dólares. Además, dos antiguos trabajadores de Bear Stearns son procesados por el colapso de dos instrumentos de inversión ligados a hipotecas subprime.

11 de julio

IndyMac Bank, el segundo banco hipotecario estadounidense, pasa a ser controlado por las autoridades federales. Se trata del segundo banco más importante de la historia de EE.UU. que se derrumba.

Continúa

Año 2008	
12 de julio	El Gobierno de EE.UU. estudia intervenir a las agencias crediticias, Freddie Mac y Fannie Mae. Ambas firmas caen en Bolsa cerca del 50% en la semana y acumulan pérdidas conjuntas de 11.000 millones de dólares en pérdidas en tres trimestres.
14 de julio	El tesoro de EE.UU. anuncia que va a pedir permiso al Congreso para autorizar la compra de acciones de Freddie y Fannie, y ampliar una línea de crédito que tiene con ambas agencias. La SEC limita la venta a descubierto de acciones de ambas entidades.
17 de julio	Merrill Lynch anuncia pérdidas de 6.603 millones de dólares en el primer trimestre.
22 de julio	El Banco Washington Mutual, uno de los mayores prestamistas de EE.UU., anuncia pérdidas de 4.466 millones de dólares en el primer trimestre.
26 de julio	El Congreso de EE.UU. aprueba ayudas al sector hipotecario de 3.900 millones de dólares.
28 de julio	Merrill Lynch vende activos y reduce su exposición al mercado de derivados de crédito en 11.100 millones de dólares.
6 de agosto	Freddie Mac anuncia pérdidas de 972 millones de dólares en el primer semestre. Los resultados de AIG del primer semestre arrojan unas pérdidas de 13.160 millones de euros.
22 de agosto	Korea Development Bank (KDB) tantea la adquisición de Lehman Brothers.
7 de septiembre	El tesoro de EE.UU. rescata de la quiebra y toma el control de Freddie Mac y Fannie Mae. Anuncia la inyección de un máximo de 100.000 millones de dólares en cada agencia, en un intento de rescatar al sector de la crisis en que está sumido.
9 de septiembre	Las acciones de Lehman se desploman un 45% tras la ruptura de negociaciones con KDF.
10 de septiembre	Lehman Brothers adelanta sus resultados del tercer trimestre y registra unas pérdidas de 3.900 millones de dólares.
15 de septiembre	El banco de inversiones Lehman Brothers, el cuarto de EE.UU., se declara en quiebra tras 158 años de actividad. Se anuncia que Bank of America comprará Merrill Lynch por 44.000 millones de dólares. American International Group (AIG), una de las mayores aseguradoras del mundo, busca desesperadamente un crédito para garantizar su solvencia.

Continúa

Año 2008

16 de septiembre

El BCE inyecta 70.000 millones de euros y la FED 50.000 millones de dólares en el sistema financiero.

17 de septiembre

La Reserva Federal concede un crédito de 85.000 millones de dólares a AIG y toma el control de la firma. La fuerte depreciación de las acciones del Halifax Bank of Scotland (HBOS) y las dificultades por las que pasa el banco británico, facilitan su compra por parte del Lloyds TSB.

18 de septiembre

La crisis financiera obliga a los bancos centrales de EE.UU., Canadá, Japón, Suiza, Inglaterra y el BCE a inyectar 180.000 millones en los mercados.

20 de septiembre

El Tesoro estadounidense anuncia un plan anticrisis por valor de 700.000 millones de dólares, pendiente de la aprobación del Congreso, que incluye la creación de una agencia que comprará los activos tóxicos de las entidades financieras. Barclays se hace con el negocio central de Lehman Brothers.

22 de septiembre

La Fed permite a Morgan Stanley y Goldman Sachs su transformación en bancos comerciales.

23 de septiembre

El inversor Warren Buffet inyecta 5.000 millones de dólares a Goldman Sachs para salir a su rescate. Nomura se hace con los activos y operaciones de banca de inversión de Lehman Brothers en Europa y Oriente Medio, un día después de adquirir su división asiática. Mitsubishi UFJ Financial Group, el mayor banco de Japón, comunica su interés por comprar “entre el 10 y el 20%” de Morgan Stanley.

25 de septiembre

El Gobierno de los EE.UU. toma el control de Washington Mutual, que atesora 307.000 millones en activos, y acuerda una venta de urgencia a JP Morgan.

28 de septiembre

Los líderes del Congreso de EE.UU. y la Casa Blanca cierran el acuerdo sobre el plan de rescate financiero por valor de 700.000 millones de dólares. Las autoridades de Bélgica, Holanda y Luxemburgo alcanzan un acuerdo para inyectar en el banco Fortis 11.200 millones de euros.

29 de septiembre

El gobierno alemán y un grupo de bancos anuncia que ofrecerán al Hypo Real Estate unas garantías por valor de 35.000 millones de euros. Bélgica, Holanda y Luxemburgo inyectarán 6.400 millones de euros en el banco Dexia. El Grupo Santander adquiere, a través de su filial Abbey, la red de sucursales y los depósitos de la británica Bradford & Bingley, nacionalizada por el Gobierno británico. Citigroup adquiere las operaciones bancarias de Wachovia. La Bolsa de Nueva York baja un 6,98% y sufre la mayor caída de su historia (777 puntos), después de que la Cámara de Representantes de EE.UU. rechazase el plan de rescate financiero; entidades como Sovereign o National City pierden, en un solo día, la mitad de su ya castigado valor en bolsa.

Continúa

Año 2008	
3 de octubre	La Cámara de Representantes de EE.UU. aprueba un paquete histórico de 700.000 millones de dólares para el rescate del sistema financiero y lo envía al presidente George W. Bush para su firma.
5 de octubre	El banco italiano Unicredit aprueba un plan de recapitalización de 6.600 millones de euros.
6 de octubre	Islandia suspende la negociación de las acciones y de cualquier otro instrumento financiero emitido por los bancos Glitnir, Kaupthing, Landsbanki Íslands, Straumur-Burdarás, Spron y Exista. El día 7 asume el control sobre el segundo banco del país, el Landsbanki y el día 8 interviene el tercer banco del país, el Glitnir. La Bolsa islandesa y su divisa se desploman. En EE.UU., Hartford Financial recibe una inyección de 2.500 millones de dólares por parte de Allianz.
7 de octubre	Bank of America comunica que sus beneficios correspondientes al tercer trimestre del año se han reducido un 68,1% respecto al ejercicio precedente. Además anuncia que realizará una ampliación de capital por un importe de, al menos, 10.000 millones de dólares.
8 de octubre	Los bancos centrales más importantes del mundo bajan los tipos al unísono para combatir la crisis. El BCE recorta los tipos del 4,25% hasta el 3,75%, y la Reserva Federal de EE.UU. los reduce al 1,5%, desde el 2%. Los bancos centrales de Inglaterra, Canadá, Suecia y Suiza también toman parte en la acción. La Reserva Federal anuncia que proveerá a la aseguradora AIG de 37.800 millones de dólares adicionales en liquidez, después de que AIG consumiera gran parte del préstamo de 85.000 millones ya otorgados por la Fed. El grupo de las cajas de ahorro de Francia, Caisse d'Epargne, y Banque Populaire hacen públicas sus negociaciones con vistas a su fusión. El Gobierno británico presenta un plan de rescate financiero valorado en 50.000 millones de libras. EE.UU. convoca una reunión especial del G-20, para tratar la crisis financiera internacional. Las bolsas mundiales se desploman tras una jornada de altísima volatilidad.
13 de octubre	El gobierno español ofrece a la banca 100.000 millones de euros anuales y está dispuesto a comprar acciones de bonos. El Estado alemán pone a disposición del sector financiero 500.000 millones de euros. Francia, 360.000 millones de euros. Reino Unido es el primer accionista de Royal, Joyds y HBOS. EE.UU., de manera similar a Europa, quiere asegurar préstamos interbancarios. Santander negocia la compra de Sovereign, etc.
19 de octubre	El Estado holandés acude en ayuda al grupo ING e inyecta 10.000 millones de euros para reforzar su situación económica.

Fuente: Elaboración propia.

Esperemos que las importantes medidas tomadas por los Gobiernos y por los Bancos Centrales surtan los efectos deseados.

Quiero agradecer, muy especialmente, la labor desarrollada por mis compañeros de trabajo en esta publicación. Vicente Manuel López López, un joven con clara vocación financiera, que trabajó intensamente en integrar, sistematizar y elaborar algunas de las partes del libro. Pedro Alejandro López Suárez, compañero de otras publicaciones sobre mercados financieros y profesor de la Escuela de Empresariales de la Universidad de A Coruña. Finalmente, una mención especial a Pablo Castellanos García, profesor de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de A Coruña, responsable de la docencia de Finanzas Internacionales, que ha elaborado el epígrafe de Mercado de Divisas. Eduardo De Souza Díaz-Pavón, antiguo alumno y brillante profesional de las finanzas, realizó el epígrafe de la gestión del riesgo de tipo de interés en la empresa.

Antonio Grandío Dopico
Catedrático E.U. Empresariales
Universidad de A Coruña

Viejos y nuevos paradigmas, un recorrido histórico. Tipos de riesgos

1.1. Cambios en la regulación financiera: Causas y efectos

En la historia reciente del Sistema Financiero Español, han sido varias las causas esgrimidas por los diferentes gobiernos o autoridades competentes para justificar la promulgación y/o cambio de aquellas normas encargadas de regular la actividad crediticia, dando así sustancia y objeto a la disciplina que las engloba: la regulación financiera.

Mientras que ciertas causas se justificaban en la siempre deseable garantía de estabilidad y eficiencia del sistema financiero, en su función principal de canalización de ahorro hacia la inversión productiva, otras se identifican con los objetivos perseguidos por la política presupuestaria, monetaria y cambiaria vigente en cada momento, que en ocasiones han estado en clara contradicción con la causa citada en primer lugar. En cualquier caso, ambos tipos de causas están intrínsecamente relacionadas y obedecen, en última instancia, a objetivos de política económica general.

La estabilidad y eficiencia de la actividad crediticia, por su particular naturaleza e importancia para el conjunto de la economía, constituyen la causa y a la vez el objetivo inmediato de la regulación financiera. Dicho en palabras de los responsables de su ejecución en España, “la supervisión es necesaria en cuanto ayuda a prevenir el riesgo de sistema latente en un sector que desempeña unas funciones clave para el conjunto de la economía; que es relativamente frágil por estar basado en la confianza; que está sometido a todo tipo de incertidumbres; y cuya eficiencia exige mantener numerosas relaciones de interdependencia con otras instituciones y mercados, que facilitan el contagio si llega a producirse la crisis de una entidad” (Pérez, 1994). Este objetivo general puede definirse de forma desagregada en otros de carácter intermedio o instrumental como los siguientes:

- La estabilidad se alcanza con normas que tiendan a asegurar la solvencia y liquidez de las entidades financieras, ya sea con restricciones a su capacidad de actuación, o la simple exigencia de requisitos al respecto, articulando además los mecanismos que garanticen su cumplimiento.

El riesgo sistémico puede acotarse, alternativa o substitutivamente, con medidas que restrinjan la acción de las fuerzas del mercado o con otras que impongan límites a las mismas.

- La eficiencia se consigue con disposiciones que eviten prácticas monopolísticas y promuevan unos determinados niveles de competencia entre entidades. La canalización de ahorro hacia la inversión debe realizarse al menor coste posible tanto para ahorradores como para inversores y a través de la mayor amplia gama de instrumentos financieros.

Aunque este doble objetivo parece que debe ser aceptado y asumido como propio por los poderes públicos de cualquier país, es frecuente que la política socio-económica asigne mayor prioridad a otros, que bien pudieran estar en contradicción e impedir el cumplimiento de aquél. Dentro de los múltiples objetivos que podrían citarse, existe uno que por su importancia y por su influencia en la regulación financiera y sus efectos, debe ser analizado en profundidad: la elevada cuantía de los déficits públicos y la necesidad de propiciar unas mejores condiciones para su financiación.

La implantación del modelo keynesiano de política fiscal expansiva, primero por los países europeos en los años sesenta y ya en España en la siguiente década, dio lugar a la aparición de desequilibrios presupuestarios de carácter estructural, que se acentuaban coyunturalmente durante etapas de recesión económica debido a la contracción de los ingresos públicos. El Estado se convertía en un agente demandante de fondos que además podría, y así lo hizo, hacer uso de sus especiales prerrogativas para canalizar hacia sí mismo parte del ahorro demandado por la economía productiva privada.

Hasta aquellos momentos, el Estado español sólo había actuado como ente regulador de la actividad financiera persiguiendo, como finalidades básicas: salvaguardar su estabilidad, asignar recursos hacia actividades prioritarias e instrumentar la política monetaria. En todo caso, estas medidas se circunscribían dentro de la idea imperante de limitar la competencia en el sector financiero para asegurar su propia estabilidad y favorecer el desarrollo de la economía real.

Los primeros déficits públicos de los años setenta eran financiados mediante un uso más agresivo del esquema de regulación existente. El aumento de los coeficientes sobre pasivos computables y un mayor recurso al crédito al Banco de España, que hacía uso de su derecho exclusivo (otorgado desde 1898) a revisar al alza el objetivo de volumen de dinero en circulación, se convirtieron en las dos medidas más utilizadas. Los objetivos de política presupuestaria se convertían en prioritarios, tanto sobre los de política monetaria, como con los relacionados con un funcionamiento eficiente de la actividad crediticia. La actividad reguladora y el intervencionismo en banca han estado en estrecha relación de dependencia con el limitado éxito de la política económica frente a los desequilibrios básicos de la economía.

Cuando el déficit de las cuentas públicas se consolida ya como fenómeno recurrente en los años ochenta, la adhesión a la Unión Europea y la posterior firma del Acta Única Europea pusieron de manifiesto la imposibilidad de continuar con el tipo de política presupuestaria, tanto en lo que respecta a los niveles de déficit y crecimiento del mismo, como en

la forma de instrumentar su financiación. España asumía el compromiso de cumplir, entre otros, con una serie de requisitos cambiarios, presupuestarios y monetarios, parte de ellos recogidos en el conocido Plan de Convergencia, que condicionaban la incorporación de España a la futura integración económico-financiera de los países miembros, definitivamente perfilada en el Tratado de Maastricht.

1.1.1. La necesidad y las bases de una nueva política de financiación del Estado

Las autoridades españolas debían reducir la excesiva monetización del déficit a que había conducido su política de financiación, dado que creaba tensiones inflacionistas, impedía una adecuada instrumentación de la política monetaria y, lo que es más importante, no era coherente con el marco competitivo que, para la actividad financiera, propugnaba Europa. La posibilidad de atraer ahorro externo, en un contexto futuro de libertad de movimiento de capitales, aportaba otro acicate para homogeneizar y hacer competitiva esta política con la de sus socios comunitarios, para lo que, sin duda, era necesario optar por una política de endeudamiento basada en los mecanismos del mercado.

Esta nueva política de financiación se fue concretando con la aparición de una serie de disposiciones normativas que, con diferente rango, sentaban las bases para que el Estado se convirtiese en un agente que, aún con importantes privilegios y ventajas, compitiese con intermediarios y demandantes últimos de fondos por la captación de ahorro.

Estos pilares o bases que sustentan la nueva política de endeudamiento estatal fueron acompañados de una extensa normativa que, estando directa o indirectamente relacionados con los mismos, permiten mostrar cómo la necesidad de financiar déficits públicos constituye un factor básico para explicar los cambios en la regulación financiera.

Primera base. La desaparición de vías de financiación privilegiada

El Estado debía de financiarse a tipos de mercado y reducir de forma progresiva el volumen de déficit financiado por el Banco de España y demás entidades financieras en condiciones no determinadas por el mercado, ya sea en forma de recurso permanente al crédito del Banco de España o por la adquisición de títulos públicos por cualquier entidad obligada a ello a través de coeficientes legales.

Los recursos procedentes del banco emisor constituían un canal de financiación al que no podían acudir el resto de demandantes de fondos e impedía la articulación de una política monetaria que, con el objetivo de estabilidad de precios, pretendiese un control eficaz del dinero en circulación. En la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 1988, por la que se modifica la Ley General Presupuestaria, se impone un límite al *stock* de endeudamiento representado en Deuda Pública con el Banco de España del 12% de los créditos totales para gastos que resulten de los Presupuestos Generales del Estado para el ejercicio correspondiente.

Los coeficientes legales representaban, además de una forma de desviar un importante volumen de ahorro hacia las cuentas públicas y sectores no

rentables pero considerados estratégicos, un serio obstáculo a la liberalización de la actividad financiera propugnada desde Bruselas. Así, se podrían citar toda una serie de disposiciones que tuvieron por objeto, primero, construir e instrumentar el sistema de coeficientes legales, después, dotarle de mayor flexibilidad y, ya en los últimos años, proceder a un racional y progresivo desmantelamiento del mismo.

Segunda base. Una nueva concepción de la regulación financiera: La regulación prudencial

Como se ha dejado entrever con anterioridad, el proceso aquí expuesto de creación y ulterior desmantelamiento de un marco normativo restrictivo de la competencia y al servicio de la financiación del déficit público, se circunscribe dentro de una concepción de regulación financiera que justificaba su intervención, restrictiva de las fuerzas de mercado, en que una excesiva competencia en la actividad financiera podría amenazar la estabilidad del sistema y el propio desarrollo de la economía real.

Como consecuencia de la adhesión de España a la Unión Europea, los poderes públicos españoles debieron adaptar la regulación de la actividad financiera, como la de otras muchas actividades, a la ya existente en la mayoría de los países comunitarios y de la OCDE. En todo caso, esta adaptación exigía instaurar un marco normativo que fomentase la competencia entre entidades crediticias y eliminase todas las barreras de la misma; pero al mismo tiempo, y por eso se denominaba regulación prudencial, velase por su estabilidad y eficiencia, intentando limitar los efectos negativos derivados de un exceso de competencia incontrolada.

En este contexto, el Estado ya no podía hacer uso del marco regulador para obligar a las entidades financieras a participar de forma activa y sin contrapartidas en la financiación del déficit público. Ahora se veía obligado a financiarse a tipos de mercado, actuando en competencia con el resto de los demandantes últimos de financiación y con las propias entidades crediticias por la captación del ahorro, aunque siempre beneficiándose de su condición de agente de máxima calificación crediticia. A este respecto, ya en 1980, la Asociación Española de Banca Privada (AEB), ante el inicio de emisiones de Deuda Pública, envía una serie de recomendaciones al Gobierno acerca de los efectos que sobre el sistema financiero iba a tener la nueva función del estado como agente emisor:

“En nuestra opinión, el Estado, que es el deudor de más calidad, debe emitir a mayor plazo y a menor interés efectivo que cualquier emisor privado. Si no es así, el Estado entra en competencia desleal con los demás demandantes de fondos y perjudica el normal funcionamiento del sistema. De aquí que la banca, aún sin tener el menor interés en ello, no tenga más remedio que ofrecer al Estado el aseguramiento de las emisiones de Deuda Pública, en la medida que este aseguramiento le permite participar en la moderación de las condiciones de oferta, para que no se produzca la perturbación del mercado que, en caso contrario, tendría lugar. Es decir, no nos gusta asegurar la Deuda Pública, pero nos vemos forzados a hacerlo, si no encontramos suficiente eco en el sistema, para evitar males mayores.”

En definitiva, el Estado tiene que utilizar los mecanismos del mercado para llevar a cabo la nueva política de financiación del déficit público. Las nuevas normas relacionadas con las mismas tendrán que garantizar que el Estado actúa como demandante de fondos en igualdad de condiciones.

Tercera base. Una nueva instrumentación de la política monetaria. Las disponibilidades líquidas y las operaciones de intervención en mercado abierto

La nueva forma de regular la actividad financiera hacía imposible articular una política monetaria que tuviese como variable intermedia de control el tipo de interés, ya que en este nuevo contexto de competencia los poderes públicos no podían fijar los tipos que debían aplicar las entidades financieras a sus operaciones de activo o pasivo. Pero tampoco se podía, por presiones inflacionistas, limitar el dinero en circulación haciendo uso de los mencionados coeficientes legales.

Las autoridades necesitaban definir un indicador del volumen de liquidez existente, así como diseñar los instrumentos de intervención precisos para su control.

Como variable de control a medio plazo se utilizaban los agregados monetarios que, ante el constante aumento de la Deuda Pública en circulación y la aparición de otros instrumentos financieros primarios, fueron redefiniéndose hasta llegar al concepto de ALP, difundido por primera vez en 1983. Anualmente las autoridades fijarían un objetivo anual de ALP en función del crecimiento del PIB y la inflación esperada, concretándose además el aumento neto de la Deuda Pública en circulación. Así, por ejemplo, ya en 1985, la Ley 46 fijaba para la Deuda del Estado un límite máximo de 2.343,94 millones de euros (390.000 millones de pesetas), ampliables por amortizaciones anticipadas que disminuyan el coste o mejoren la estructura temporal de los vencimientos. En 1986 se impone un límite máximo de 13.606,07 millones de euros (600.000 millones de pesetas) a Deuda del Tesoro en circulación y de 1.823,09 millones de euros (305.000 millones de pesetas) a las cédulas de inversiones. Como novedad, la Ley prevé que estos límites puedan ser incrementados por el Gobierno en sustitución de anticipos del Banco de España o por motivos de política monetaria. En las leyes de Presupuestos Generales del Estado para los años posteriores se establecieron límites respectivos para la Deuda Pública en circulación.

Como indicador a corto plazo de la liquidez existente en el sistema se utilizaba el Coeficiente de Caja, bajo la nueva definición dada en la Orden Ministerial de 21 de febrero de 1990. El mecanismo regulador (de drenaje o inyección) de la liquidez serán las intervenciones del Banco de España en los mercados monetarios (mercado interbancario de depósitos, de Certificados del Banco de España o en el segmento mayorista del Mercado de Deuda Pública Anotada), a través de cesiones o adquisiciones temporales de los activos negociados en los respectivos mercados. En este sentido, la Circular del Banco de España 2/1990, de 27 de febrero, establece que cuando la instrumentación de la política monetaria o circunstancias excepcionales lo aconsejen, el Banco de España podrá

proponer a los tenedores la amortización anticipada en todo o en parte de una o varias series de certificados, reservándose la facultad de adquirir certificados en el mercado, ya sea temporalmente o a vencimiento. En la práctica actual, el Banco Emisor acude a este mercado mediante subastas de compra o venta temporal de certificados, para lo cual ofrece un tipo de interés por la operación, cuyo nivel ha de servir de tipo de referencia para el resto de los mercados e intermediarios y será la variable inicial a manejar en función de las expectativas de inflación.

Dado que los certificados de depósito quedaron amortizados en el año 2000, el mercado interbancario de depósitos y, en especial, el segmento mayorista del Mercado secundario de Deuda Pública Anotada se configuran como los mercados objeto de las intervenciones de la autoridad monetaria. En este sentido, un acuerdo del Comité Ejecutivo del Banco de España de 24 de mayo de 1988 establece que las intervenciones en el mercado monetario se realizarán a través de los creadores de deuda, sustituyendo en esta función a las sociedades mediadoras en el mercado de dinero y modifica la instrumentación de las intervenciones dedicadas a inyectar liquidez, ya que ahora se basan en unos contratos de opción de compra contra la cartera de valores anotados libres de cargas de cada creador de mercado a favor del Banco de España.

En resumen, la existencia de déficits públicos crea en la autoridad monetaria la necesidad de generar un instrumento de soporte y un marco para la articulación de este nuevo tipo de política monetaria. Ambos, soporte y marco, deberán ser proporcionados, al menos en parte, por la nueva política de financiación del Estado, y el desarrollo de los mercados financieros.

1.1.2. Contenido de la nueva política de financiación del Estado

Los poderes públicos debían implantar una nueva forma de financiar el déficit público y, para ello, en el ejercicio de su potestad normativa, dictaron una serie de normas que tenían por objeto dar contenido a esta nueva política de financiación del Estado, por supuesto de forma acorde con otras disposiciones que estaban simultáneamente sentando las bases que debían orientar y dar sentido a dicho contenido.

Al respecto, es preciso tener presente una serie de factores:

- La implantación de toda nueva política requiere un proceso inicial de adaptación. Por tanto, puede darse la circunstancia de que en un mismo periodo de tiempo estén vigentes normas relacionadas, por un lado con la política de financiación en proceso de desaparición, y, por otro, con la política en proceso de implantación.
- El objetivo central de toda política de financiación, asegurar el cumplimiento de los objetivos anuales de financiación al menor coste posible y con la estructura de vencimientos más favorable, persiste en toda su dimensión.

El Estado, como unidad económica deficitaria de recursos y por tanto necesitada de ellos, deberá competir con el resto de agentes por

la captación del ahorro generado por las unidades con superávit, básicamente de dos formas:

- Desintermediación financiera: emisión de activos financieros primarios para su adquisición por los ahorradores finales a través de los canales de distribución que a tal efecto poseen los intermediarios financieros. El Estado entra en competencia directa con los intermediarios financieros por la captación del ahorro.
- Intermediación financiera: emisión de activos primarios que serán adquiridos por los intermediarios para su distribución entre los ahorradores o simplemente como cartera de inversión; en este caso, el Estado compite con el resto de posibles emisores de activos primarios.

En cualquiera de estas dos formas, el Estado requiere la participación activa de las entidades crediticias ya sea como tenedores e inversores estables de Deuda Pública, o como agentes comisionistas para su distribución entre la base más amplia posible de inversores finales.

Procedimiento similar existía con anterioridad a la implantación de esta nueva forma de financiar el déficit público, la principal diferencia residía en que la participación de las entidades crediticias como inversores en Deuda del Estado (principalmente Pagarés del Tesoro) estaba en parte obligada por el cómputo de la misma para el cumplimiento de los coeficientes legales.

Tras la definición de una política de deuda basada en la emisión de activos rentables y, sobre todo, con la garantía del Estado, era preciso crear un mercado secundario o de negociación que proporcionase liquidez a los mismos. Sin embargo, los importantes volúmenes de activos públicos que, previsiblemente, serían objeto de negociación exigían que ese mercado alcanzase un elevado grado de eficiencia.

El paso inicial fue articular un mecanismo de representación de valores que, haciendo uso de las posibilidades que brindan las nuevas tecnologías de la información, permitiese su fungibilidad y facilidad de tráfico. Se instaura, entonces, el mencionado Sistema de Anotaciones en Cuenta como método de representación contable por soporte informático y movilización a través de resguardos, cuya transmisión no requerirá la intervención de fedatario público.

La necesidad de garantizar la cobertura del objetivo anual de financiación, al menor coste posible, constituye la razón de fondo del resto de normas dictadas por los poderes públicos para la formación definitiva del mercado primario y secundario de Deuda Pública Anotada.

Mercado primario

La Ley General Presupuestaria dispone que a principios de cada año una serie de normas fijan las condiciones de emisión de Deuda Pública durante ese año y el mes de enero del siguiente, con lo que se introduce una importante dosis de transparencia y normalización a la política de endeudamiento del Estado.

La propia norma por la que se crea la Letra del Tesoro, implanta un procedimiento de subasta distinto al aplicado a los Pagarés del Tesoro. El método de subasta convencional corregida resulta menos oneroso al

adjudicar las peticiones competitivas a precios iguales o superiores al mínimo aceptado, utilizado como precio de adjudicación en el método de subasta de pagarés.

Mercado secundario

Tres son las principales motivaciones que subyacen a la creación de un Mercado secundario de Deuda Pública:

1. Liquidez a las emisiones, definida como la posibilidad de vender valores públicos ya emitidos a tipos de mercado.
2. Soporte y marco para canalizar las intervenciones de la autoridad monetaria en la ejecución de la política monetaria.
3. Mayor estabilidad y amplitud posible en la base de inversores en Deuda del Estado.

Las dos primeras sugieren la existencia de un segmento de mercado mayorista y eficiente; esto es, un mercado cerrado al que sólo tengan acceso operadores de alta solvencia y capacidad profesional para negociar grandes partidas de títulos a tipos de mercado.

La tercera de las motivaciones justifica la existencia de un segmento minorista, destinado a empresas, economías domésticas u otras entidades financieras que no reúnan las condiciones para operar en el segmento mayorista, pero sí constituyen el grueso de ahorradores últimos en toda economía.

La normativa desarrollada se ocupa de otros aspectos de importancia en la creación de un mercado secundario organizado:

- Descripción de la tipología de operaciones a utilizar en la negociación con Deuda del Estado.
- Posibilidad de autorizar otros sistemas de compensación y liquidación ajenos a la Central de Anotaciones, como es el caso del organizado por las bolsas de Valores. Esta posibilidad se materializó y dio lugar al Mercado Electrónico de Deuda Pública Anotada.
- Las comunicaciones de la Central de Anotaciones a los miembros del Mercado se realizarán a través del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, sin ser necesario para el cierre de las operaciones la intervención de fedatario público.
- La supervisión, inspección y limitación del riesgo asumido en el sistema se encomiendan al Banco de España, al que se le otorga la condición de organismo rector.

Ulteriores normas desarrollan e introducen cambios en los distintos aspectos de organización, operativa, etc., siempre con el objeto de lograr el mayor grado de eficiencia posible, necesario en cualquier mercado que tenga la condición de mercado organizado oficial. Una clasificación de las mismas podría ser la siguiente:

- Disposiciones que tratan de precisar las capacidades del mercado, así como los requisitos a cumplir para tener tal condición, en especial para las entidades gestoras por ser los agentes más activos en el mercado.
- Normas por las que se definen, autorizan o modifican las operaciones que los miembros del mercado pueden utilizar para negociar con Deuda del Estado.

- Normas relativas al sistema de compensación y liquidación que garantice el buen fin de las operaciones u otros aspectos de la operativa del mercado.
- Normas destinadas a facilitar el acceso del mayor número de ahorradores a la inversión y negociación con Deuda del Estado.

1.2. Regulación y mercados financieros

La actividad de los mercados bancarios, y financieros en general, ha estado sometida a una densa normativa. Puede afirmarse que el sector financiero ha sido tradicionalmente uno de los más regulados de la economía. A modo de ejemplo, las variables de decisión que definen la dinámica competitiva en cualquier mercado, tales como los precios, la variedad ofrecida o el número y ubicación de los puntos de venta, no han podido ser determinados libremente por las empresas que componían las distintas áreas de negocio del sector financiero.

Esta relevancia práctica, tan evidente, contrasta con el hecho de que el análisis de la regulación financiera se ha realizado predominantemente desde puntos de vista de tipo histórico, legal o político. Sólo a partir de décadas recientes el acento se ha trasladado hacia su dimensión económica; esto es, hacia el grado de conveniencia de la regulación de un mercado o un tipo de institución, su alcance, las condiciones e instrumentos más adecuados, sus costes y beneficios potenciales, etc. Un acercamiento hacia esta problemática nos revela un campo de estudio en desarrollo, en donde todavía no se han dado respuestas totalmente satisfactorias a un buen número de cuestiones, Bhattacharya y Thakor (1993), algunas de ellas tan esenciales como la idoneidad y justificación de los objetivos perseguidos por algunas actuaciones o la conveniencia e intensidad de aplicación de las distintas normas concretas. Respecto a estos y otros problemas derivados, encontramos puntos de vistas muy variados e incluso contrapuestos que, con frecuencia, nos remiten en última instancia a las diferentes concepciones de lo que debe ser la intervención del Estado. En cualquier caso, este cambio en el enfoque guarda relación con los efectos de los procesos de liberalización financiera que, con generalidad, se han venido produciendo desde principios de los ochenta en los países de la OCDE, lo cual ha forzado a una revisión y a un análisis sistemático de los costes y beneficios derivados de las distintas formas de intervención en el sistema financiero y, más aún si, como algunos autores afirman, el proceso de desregulación se puede entender como de “re-regulación”, en el sentido de que tal proceso no constituye la desaparición sistemática de normas, sino más bien su sustitución por otras basadas en un código más liberal (Gowland, 1990). Quiere decirse, tal y como afirma Broker (1989), que el término liberalización financiera debe aplicarse tan sólo a un subconjunto de la normativa de los mercados financieros, que hace referencia a la regulación “anticompetitiva” y restrictiva de las fuerzas de mercado, esto es, las medidas conducentes a proteger el sector financiero de los efectos perjudiciales de la competencia sin barreras. Otro tipo de

medidas como las referidas a la solvencia de las entidades o los criterios de supervisión y control de la autoridad monetaria no han experimentado, en general, una evolución comparable, sino que, más bien, han visto incrementado su nivel de exigencia.

Las páginas que siguen pretenden ser una reflexión de la justificación y principales instrumentos de la regulación financiera en el momento actual. Para ello, en el siguiente apartado, se tomarán como punto de partida los principales temas de la teoría general de la regulación, para ir incorporando luego los aspectos específicos de los mercados e instituciones financieras.

1.2.1. El marco general

El análisis económico de la regulación financiera se nutre de la teoría general de la regulación y de los desarrollos recientes sobre el análisis del funcionamiento de los mercados e instituciones financieras basados, principalmente, en aplicaciones de la economía de la información y en la distinta posición de los agentes que intervienen en los mercados. En un marco general, el punto de partida del análisis de la regulación lo constituye la incapacidad que algunos mercados manifiestan en ciertas condiciones para alcanzar la asignación de recursos deseada. Como es sabido, los factores que pueden originar estas situaciones aparecen normalmente clasificados en las siguientes categorías:

- La existencia de una estructura de mercado no competitiva, que podría fundamentarse en la presencia de barreras a la entrada con un origen más o menos artificial, que otorgan a las empresas participantes en el sector un elevado poder de mercado y una capacidad de predominio frente a los consumidores.
- Factores que se deben a la ausencia de mercado en cuanto a la presencia de externalidades, de manera especial por parte de los productores, y más concretamente, la problemática asociada a la asignación y reparto entre los agentes económicos de los derechos a generar dichas externalidades.
- Los que tienen su origen en contextos de información asimétrica entre los agentes implicados. Como es sabido, la economía de la información ha caracterizado dos tipos de situaciones, las de riesgo moral (el comportamiento de uno puede afectar al resultado global) y las de selección adversa (dificultad para percibir la calidad de las contrapartidas), las cuales pueden condicionar en gran medida las pautas de comportamiento de los agentes dando lugar a situaciones, problemas y resultados, muy diferentes de aquellos que se producen cuando los agentes toman sus decisiones bajo condiciones de información completa.

En el funcionamiento de los mercados financieros pueden encontrarse, con diferente relevancia, cualquiera de los tipos de situaciones descritas. El primer argumento mantiene que instituciones financieras detentan con frecuencia un cierto poder de mercado basándose en múltiples factores, Goodhart (1989), como las características de los procesos de producción de información, en relación al tamaño de las inversiones en nuevas tecnologías, en el acceso a las fuentes de financiación, en la adquisición

de una reputación de solvencia y el aprovechamiento de una base de clientela ya asentada, en la generación de costes de sustitución para el cliente (aspecto éste de marcada relevancia para múltiples productos y servicios bancarios, como los depósitos) y un largo etc. Asimismo, las externalidades son especialmente importantes en estos mercados por las posiciones cruzadas entre entidades y la interrelación entre distintas categorías de instituciones y mercados, que hacen que la quiebra de una empresa incremente la probabilidad de que las dificultades patrimoniales alcancen también a otras. Por último, y no por ello de menor significación, sino todo lo contrario, la información asimétrica es un rasgo definitorio de cualquier mercado de crédito. El punto de partida es el carácter peculiar de los mercados en los que distintos agentes reciben financiación y el crédito recibido en el momento presente por un agente tiene como contrapartida una promesa de pago futura, cuya calidad y valor no sólo son desconocidos *a priori* por el prestamista (lo que le puede conducir a seleccionar una cesta de prestatarios de forma contraria a sus intereses), sino que también se puede ver alterada por el comportamiento del prestatario (éste puede tener incentivos para mentir acerca de la utilización de los fondos solicitados, del resultado final del proyecto, etc.).

En definitiva, aunque los planteamientos generales de la teoría general de la regulación son aplicables en mayor o menor medida a todas las actividades, la consideración de las características específicas de los mercados financieros y los elementos diferenciadores de las entidades que en ellos operan, constituye un paso obligado en cualquier análisis de la regulación financiera, lo que se abordará en el epígrafe 1.2.3.

Antes de enumerar las modalidades de regulación y de centramos en lo que es propiamente la justificación, objetivos e instrumentos de la regulación de los mercados financieros es importante recordar un aspecto que, con frecuencia, no recibe la suficiente atención (debido en buena medida a la dificultad para su análisis empírico) como son las aproximaciones al estudio del origen y consecuencias de la regulación en general, orientados en mayor proporción hacia una perspectiva de eficiencia. Tal y como señala Freixas (1995), las aportaciones de la denominada “teoría de la captura”, desarrollada entre otros por Peltzman (1976), ofrecen un punto de vista provocador para el análisis de la regulación. El planteamiento central está basado en que, aunque el regulador sea el que, teóricamente, determina las pautas básicas de funcionamiento del sector, es posible que las relaciones funcionen de forma invertida, en el sentido de que las empresas reguladas alcancen el suficiente poder y capacidad de organización como para dictar al regulador su comportamiento o, cuando menos, influir significativamente en su comportamiento. De esta forma, la regulación sería el instrumento utilizado por las empresas del sector para alcanzar y mantener una cierta estructura monopolística. Estas consideraciones han recibido una atención bastante escasa en el sector bancario y financiero en general, aún cuando, de la importancia económica de las funciones desempeñadas por estas entidades, podría deducirse una cierta capacidad de influencia sobre, cuando menos, algunas de las instancias reguladoras.

Resulta frecuente la clasificación de las modalidades de regulación en dos categorías, Garrido Torres (1991). En primer lugar, la regulación que afecta a la estructura, que afecta a la organización de los mercados, esto es, al marco competitivo dentro del cual las entidades operan. Se hace referencia a medidas del tipo de establecimiento de requisitos de entrada en el sector, delimitación del tipo de actividades y productos que puede realizar cada empresa, restricciones sobre los precios de las operaciones, los límites a la capacidad de expansión y un largo etc. En segundo lugar, la regulación de comportamientos, con la finalidad de evitar conductas imprudentes por parte de las empresas participantes y se asocian al establecimiento de ratios de solvencia, liquidez y de diversificación de riesgos, requisitos de presentación de información, etc.

La intensidad en la que la normativa se aplica a las empresas y sectores puede variar muy notablemente, desde la nacionalización y la creación de empresas públicas hasta la existencia de normas implícitas y regulación interna por parte de las propias empresas en la forma de asociaciones supraempresariales (por ejemplo, estableciendo límites a la producción y a los precios, o estándares de calidad), pasando por otras más habituales como serían el establecimiento de leyes y reglamentos o la regulación procedente de organismos cuasigubernamentales creados a estos efectos.

1.2.2. La justificación de la regulación financiera

La regulación no es más que un instrumento de la política económica, por lo que los objetivos de la regulación financiera vendrán determinados por los objetivos de la política monetaria y financiera en general. En un plano más concreto, puede afirmarse que la regulación de los mercados e intermediarios financieros ha venido justificada en base a distintos tipos de consideraciones o motivaciones de carácter general que, siguiendo a Baltensperger (1989), podemos clasificar en tres grandes grupos. En primer lugar, y en términos análogos a los expresados en el apartado anterior, la regulación se ha entendido como un instrumento para promover y mejorar la eficiencia del sector y del sistema económico en su conjunto. En este sentido, la articulación de medidas conducentes a incrementar el nivel de competencia se entiende como un objetivo de carácter intermedio hasta el punto en el que la competencia no ponga en peligro la estabilidad de las entidades y del propio sistema. No obstante, este tipo de argumentos han sido contestados desde distintos puntos de vista. Como recuerda Gowland (1990), una de las objeciones más destacables fue planteada por el propio Keynes, quien defendía la necesidad de un cierto grado de ineficiencia en el funcionamiento de los mercados financieros de cara a conseguir un sector real más eficiente: un sistema financiero muy desarrollado podría constituir un elemento de distorsión en los incentivos de los individuos y, consecuentemente, en el bienestar social, lo que se traduciría en un sobredimensionamiento del sector financiero en relación al nivel de actividad económica real.

En segundo lugar, las motivaciones también han sido de orden macroeconómico, estando especialmente dirigidas a las entidades bancarias, en términos de la necesidad de un control monetario, lo cual se fundamenta

en la gran capacidad de influencia que el nivel de préstamos y depósitos del sistema bancario ejerce sobre variables económicas fundamentales, por lo que el control de ciertas partidas es un requisito indispensable para evitar costes al conjunto de la economía. Es lo que Freixas (1990) denomina el fundamento coyuntural de la regulación bancaria, cuya crítica fundamental viene dada porque en un contexto de control monetario, basado en intervenciones en los tipos con ajuste endógeno de los agregados monetarios, puede argumentarse que esta forma de regulación no es totalmente indispensable y que los costes para el sector y la economía en su conjunto podrían superar a los de otras formas de control alternativas. Asimismo, como señalan Dewatripont y Tirole (1993), los argumentos en términos de control monetario tan sólo servirían para justificar una parte de la regulación financiera, la que afecta a las entidades de depósito, no sirviendo para la que afecta a otras instituciones que tradicionalmente también han estado muy reguladas como pueden ser las de seguros o los fondos de pensiones.

El tercer tipo de razonamientos son, probablemente, los utilizados con mayor frecuencia. Aluden a la conveniencia de promover la estabilidad y la confianza en las entidades y en el funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Con estos argumentos se defiende la necesidad de prevenir dos tipos de riesgos: en primer lugar, el riesgo sistémico, esto es, la prevención de las quiebras de entidades y el riesgo que ello conlleva para la estabilidad del conjunto del sistema y la confianza de los agentes en su buen funcionamiento; en segundo lugar, la protección del consumidor o prevención del riesgo individual, es decir, la defensa de los intereses particulares del usuario del sistema financiero, de forma especial del depositante, frente a situaciones patrimoniales difíciles o conductas fraudulentas que procedan de los proveedores de los servicios financieros respecto de las cuales el individuo está en una situación de desventaja en la medida en que dispone de un nivel menor de información.

Siguiendo la tipología establecida en OCDE (1992), la prevención del riesgo de sistema constituye un objetivo que ha tratado de alcanzarse a través de dos vías diferentes. En primer lugar mediante medidas que perseguían la restricción de las fuerzas de mercado, esto es, mediante la protección de distintas áreas del sector financiero de los efectos supuestamente perjudiciales de la competencia sin barreras. La segunda vía es la denominada regulación prudencial, consistente, en última instancia, en el establecimiento de estándares de gestión prudente de las instituciones financieras que, en la medida de lo posible, no interfirieran directamente en el mecanismo de precios ni en la libre prestación de servicios. Las medidas presentes en el primer grupo constituyen, en realidad, obstáculos a la libre competencia en los mercados de servicios financieros y, como se ha dicho anteriormente, conforman el grueso de normas que se han visto afectadas por el movimiento liberalizador. En relación al segundo grupo, podemos afirmar justamente lo contrario, dado que se han visto fortalecidas y enriquecidas, en buena medida, como una exigencia derivada de las nuevas características del escenario de actuación de los intermediarios financieros.

Ciertamente, también este último tipo de argumentos ha sido contestado, cuando menos, de forma parcial. Por una parte, podemos encontrar un acuerdo bastante generalizado en relación a la necesidad de proteger a los pequeños depositantes e inversores frente a posibles abusos realizados por las instituciones financieras, en virtud de la dificultad (o incluso imposibilidad) por parte de los primeros de tener un conocimiento adecuado de las variables que le incumben a la hora de elegir banco o institución financiera en general. No obstante, este acuerdo tiene matices, dado que podría argumentarse que este planteamiento abre el interrogante respecto de la necesidad de proteger también a los pequeños accionistas y a modestos inversores en títulos de deuda privada, si bien, en general, en la práctica, este aspecto resulta menos relevante por el mayor nivel de cultura financiera de este tipo de inversores (se trataría de “inversores profesionales”, dotados de una mayor capacidad de análisis y acceso a la información, y en muchos casos los propios bancos o otras empresas financieras), y el tamaño y la solvencia de las empresas cuyos pasivos alcanzan al gran público en cuantías significativas. Por si esta réplica no fuese suficiente, puede añadirse que, tal y como señalan Freixas y Rochet (1997), la especificidad de los bancos radica en que sus acreedores son también sus clientes, a lo que debemos añadir una razón de mayor peso: los pasivos de estas entidades son utilizados como medios de pago por la comunidad, a diferencia de lo que ocurre con empresas no financieras. Adicionalmente, debemos tener en cuenta que el ratio de apalancamiento de las entidades bancarias y financieras en general es sustancialmente superior al de la mayor parte de las actividades económicas, dado que, el negocio bancario se basa, en esencia, en tomar prestados recursos ajenos, es decir, endeudarse.

Respecto de la promoción de la estabilidad de las entidades y el sistema financiero podemos encontrar en la literatura académica una controversia muy interesante. Así, se argumenta que el establecimiento de medidas que constituyan una red de seguridad para el funcionamiento de los intermediarios financieros puede generar en ocasiones problemas de riesgo moral en la forma de efectos perversos en los regulados, esto es, distorsiones en su comportamiento en el sentido de asunción de mayores niveles de riesgo por parte de los gestores de las entidades bancarias y, consiguientemente, la necesidad de normativa adicional. Por otra parte, se critica que este tipo de intervenciones esconden frecuentemente una herramienta utilizada por los gobiernos para detraer recursos del sistema financiero a un coste bajo, o incluso nulo. Este carácter de impuesto implícito de algunas normas, especialmente en lo relativo al establecimiento de un coeficiente de caja sobre las entidades bancarias, ha generado un intenso debate, Romer (1985), Freeman (1987) y Repullo (1989). En relación a estos dos últimos argumentos hay que decir, que si bien, distinta evidencia empírica ha puesto de relieve la veracidad del segundo, el primero puede contestarse en el sentido de que, a menos de que se presuma una conducta más deshonestas por parte de los gestores de los bancos en relación a los de otras actividades, no parece razonable suponer un interés por parte de los

mismos en conducir de forma deliberada a la quiebra a su propio banco. Por ello resulta difícil justificar que un equipo de reguladores con menos competencia, información e incentivos que los gestores del banco decidan cuáles deben ser los estándares de comportamiento que deben observar los gestores de las instituciones financieras (Freixas y Rochet, 1997).

1.2.3. Los instrumentos de la regulación financiera

La variedad de formas mediante las cuales los gobiernos han intervenido sobre los sistemas financieros son muy amplias, algunas de las cuales ya han sido citadas en los apartados precedentes. Freixas (1995) y Freixas y Rochet (1997) establecen una clasificación en la que se distingue entre las medidas conducentes a facilitar la financiación en sectores concretos y la regulación que podemos relacionar con el mantenimiento de la estabilidad y la solidez del sistema financiero.

La forma más simple de intervención es la que se realiza de una forma directa y, concretamente, a través de dos modalidades: los préstamos a tipos subvencionados y la banca pública. La primera alternativa está formada esencialmente por los llamados préstamos “blandos” de apoyo a un sector considerado de interés, que consisten básicamente en la combinación de un préstamo y una subvención. Ello requiere de una negociación previa entre el Estado y un conjunto de entidades bancarias, lo que permite obtener unas condiciones más ventajosas que las que podría alcanzar directamente una empresa particular que combine un préstamo con una subvención. Los sectores beneficiarios (tanto en esta modalidad como en la siguiente) acostumbran a ser el de adquisición de vivienda propia, el industrial y los relacionados con la exportación. En cualquiera de los casos, la justificación hace referencia a la generación de externalidades hacia el conjunto del sistema económico que se traducirían en menor desempleo y mayor tasa de actividad. Sin embargo, este tipo de actuaciones son criticables desde el momento en que provocan que las entidades bancarias finalmente repercutan, en distintas proporciones, el coste de oportunidad que implican a prestamistas, depositantes y accionistas.

La banca pública sería otra de las formas de intervenir directamente en los mercados de financiación, no sólo para canalizar las principales líneas de crédito apoyadas por el Estado, sino también para la financiación de actividades y operaciones concretas atendiendo a objetivos distintos de la rentabilidad financiera. No obstante, la banca pública ha tendido, en general, a adolecer de una carencia de objetivos e incentivos claros, así como de mecanismos de sanción en caso de producirse desviaciones de los primeros, que la han convertido con frecuencia en un instrumento al servicio de intereses particulares y de gobiernos. Asimismo, frente a estas dos formas de intervención se han esgrimido frecuentemente argumentos de tipo proteccionista, es decir, que sus resultados no vayan más allá del mantenimiento artificial de empresas ineficientes basándose exclusivamente en criterios políticos.

Como se decía anteriormente, el segundo gran grupo de instrumentos aparece normalmente asociado al objetivo de mantenimiento de la

estabilidad del sistema financiero y a la confianza de los agentes en su buen funcionamiento. Podemos agruparlos en los siguientes seis grandes conjuntos que pasan a detallarse a continuación:

1. Restricciones a los tipos de interés

Nacen en la segunda postguerra como parte de las políticas conducentes a favorecer la reconstrucción y la industrialización, mediante una reducción de los costes de inversión y de la deuda de los gobiernos. Al margen de la problemática histórica de la década de los cuarenta y principios de los cincuenta, los gobiernos han tendido a ver como peligrosa para la estabilidad financiera, y económica en general, la competencia en tipos de interés, en especial la de los depósitos. Buena prueba de ello es que este tipo de norma ha estado presente en todos los países de la OCDE hasta los años sesenta, si bien, a partir de los ochenta se han ido eliminando de forma progresiva. Por el mismo motivo, otro tipo de precios de los productos y servicios financieros, tales como las comisiones, no han figurado, en general, en la agenda de los reguladores.

El principal inconveniente de este tipo de norma ha sido que su aplicación se realizó de una forma desigual entre las distintas categorías de intermediarios financieros y, normalmente, ha sido el sistema bancario más regulado creándose por ello una desventaja comparativa. Asimismo, este tipo de restricción se constituyó como uno de los principales dinamizadores de la aparición de nuevos tipos de activos no sujetos a restricción (lo que, en muchos casos, está vinculado al fenómeno de la desintermediación financiera) y de un desplazamiento creciente en el sector bancario hacia la competencia en calidad, esto es, hacia el pago de tipos de interés implícitos o pagos en especie a su clientela.

2. Restricciones a la entrada, a la expansión de sucursales y a los procesos de fusiones y adquisiciones

Al igual que las limitaciones a los tipos de interés, las restricciones a la entrada son un componente habitual en la regulación financiera de los países occidentales que, básicamente, consisten en el requerimiento de un volumen mínimo de capital para iniciar la actividad. La filosofía de esta norma consiste en reservar el desarrollo de las actividades reguladas a agentes que reúnan determinadas características, las cuales, se supone, garantizarían en cierta medida su capacidad para afrontarlas. Tal y como se señala en OCDE (1992) este ha sido probablemente uno de los medios más efectivos para restringir la competencia en el sector bancario. La existencia de un número elevado de bancos era entendido como un elemento de inestabilidad potencial del sistema si bien, como contrapartida, se ha argumentado que esta norma podría servir como instrumento para defender los intereses de las entidades ya establecidas. El mismo tipo de consideraciones pueden establecerse en relación a las limitaciones a la expansión de sucursales teniendo en cuenta, además, que una excesiva limitación del número de oficinas puede implicar elevados costes de transacción para los depositantes.

Una frecuente extensión de las restricciones a la entrada ha consistido en el establecimiento de un “periodo de prueba”, o más concretamente, una etapa transitoria, a lo largo de la cual el recién instalado en el sector tendría

limitado algunos aspectos de su capacidad operativa, relativos a ciertos tipo de operaciones de mayor riesgo, a la expansión geográfica de su actividad, etc. La finalidad perseguida era la de impedir un crecimiento excesivamente rápido que pudiese poner en peligro su estabilidad.

Las fusiones, adquisiciones y las relaciones de propiedad entre distintos tipos de entidades, así como por parte de instituciones no residentes ha sido otra de las áreas de regulación financiera de mayor relevancia en el contexto del sistema tradicional de regulación. Las actuaciones normativas en estas áreas han venido motivadas por dos tipos de justificaciones, en cierta medida antagónicas. En primer lugar, se ha defendido la necesidad de evitar una excesiva concentración de poder en un número reducido de instituciones, tanto desde el punto de vista de la defensa de la competencia, como desde una perspectiva política. En segundo lugar, estarían las consideraciones relativas a la promoción de la eficiencia, en el sentido de promover la competitividad y la capacidad económica de las instituciones financieras mediante el incentivo a crear instituciones y conglomerados financieros de mayor dimensión. El balance entre estas dos fuerzas contrapuestas es difícil y nos remite, en última instancia, a la búsqueda de un equilibrio necesario entre promoción de la competencia y de la eficiencia. Por una parte, alcanzar elevados niveles de competencia exige un control de cualquier tipo de operación que tenga como consecuencia la creación de entidades grandes con elevado poder de mercado. Por otra parte, sin embargo, se ha defendido la existencia de curvas de costes medios con forma de “U” en el sector bancario relacionadas con una elevada dimensión óptima, lo que sería compatible con la promoción de entidades de mayor tamaño.

Con respecto a la conveniencia de regular las relaciones de propiedad se han establecido, además de los anteriores, argumentos que aluden a la posibilidad de generación de conflictos de interés entre las empresas pertenecientes al grupo, cuando una entidad bancaria forma parte del mismo. Concretamente, los problemas pueden derivarse de que el banco podría dar un tratamiento preferencial a las operaciones financieras de las empresas de su grupo o, lo que es peor, asumir riesgos con estas empresas para los cuales no estuviese preparado o que no asumiría con otro tipo de clientes. Por este variado conjunto de motivos, de entre todas las relaciones de propiedad, las que se producen entre entidades bancarias respecto de empresas de seguro y no financieras han sido reguladas con gran frecuencia, Kane (1996) y Eisenbeis (1996). No obstante, ha sido más común establecer limitaciones a las operaciones financieras que este tipo de empresas realizan entre sí, lo cual entraría dentro de la categoría de limitaciones en la composición de la cartera.

3. Restricciones a la composición de cartera, incluyendo los coeficientes de caja e inversión

Otra de las formas tradicionales de regular el funcionamiento de los intermediarios financieros, y de manera especial los bancarios, ha sido restringiendo sus opciones de inversión. Ello incluye un abanico muy amplio de normas, de entre las que podemos destacar los coeficientes de liquidez e inversión y las restricciones a la variedad de actividades desarrollada por las distintas categorías de instituciones.

Como es conocido, el establecimiento de un coeficiente de caja tiene importantes implicaciones sobre la evolución de los agregados monetarios y, consiguientemente, sobre variables económicas básicas como los tipos de interés y el nivel general de precios. Además de esta importancia macroeconómica, su existencia se ha defendido desde el punto de vista de la promoción y el mantenimiento de la liquidez del sistema bancario. No obstante, los niveles en los que estuvo situado este coeficiente en un buen número de países no pueden justificarse simplemente en base a estas motivaciones, sino que parece claro que ha servido como un mecanismo de imposición implícita, esto es, como una vía de financiación privilegiada de los déficits, gubernamentales. Por estos motivos, hoy en día la exigencia de mantenimiento de un ratio de liquidez aparece más cuestionada que nunca, de manera especial teniendo en cuenta de que un buen número de países lo ha suprimido sin que ello generase consecuencias negativas para el sistema.

Los coeficientes de inversión se establecieron en un cierto número de países con el objetivo de favorecer el acceso a la financiación a empresas pertenecientes a sectores de interés social, entre ellas el propio sector público. Por este motivo, las consideraciones a este respecto no difieren de las anteriormente realizadas al tratar los mecanismos de intervención directa (banca pública y préstamos subvencionados).

Otra de las normas más relevantes de regulación financiera son las restricciones a la variedad de productos y servicios ofertados por cada categoría de intermediario financiero. Esta delimitación de actividades pretendía lograr una compartimentalización de las áreas de negocio del sector financiero, basándose en argumentos como los ya mencionados de evitar la concentración de poder, así como de otros relacionados, o bien con la defensa de empresas especializadas de tamaño pequeño y mediano, o más frecuentemente, con el riesgo de sistema, esto es, con la prevención del riesgo de contagio o de que las situaciones conflictivas de un mercado o una institución se trasladasen fácilmente de un subsector a otro. Como se señala en distintos trabajos como Horvitz (1986) o Pierce (1988), las economías de diversificación inherentes a la aplicación de las nuevas tecnologías de la información han sido uno de los principales causantes de la progresiva difuminación de este tipo de norma en la mayor parte de los países de la OCDE.

En la misma línea de exposición, debemos citar también los coeficientes de diversificación de riesgos, respecto de los cuales no cabe otra cosa que reiterar lo planteado anteriormente respecto de las empresas pertenecientes a un mismo conglomerado y a la concentración de inversiones y riesgos en determinados clientes, sectores o mercados, lo que incluye, asimismo, las operaciones fuera de balance. De nuevo, los objetivos de prevención del riesgo de sistema y de defensa de los intereses de los usuarios están presentes en la justificación de este tipo de instrumento.

4. Seguro de depósitos

El seguro de depósitos es (posiblemente junto con el coeficiente de caja) una de las formas de regulación financiera a las que la literatura académica ha dedicado una mayor atención. Su justificación ha venido dada en

términos de la incapacidad de los depositantes para evaluar y diferenciar adecuadamente la solvencia de las instituciones bancarias, lo que los coloca en una situación de indefensión ante conductas fraudulentas o excesivamente arriesgadas de los gestores de las entidades. Adicionalmente, al asegurar los fondos depositados en las entidades, el seguro tiene un efecto disuasorio sobre los propietarios de los mismos de realizar retiradas en caso de una situación patrimonial conflictiva, por lo que esta forma de aseguramiento serviría para evitar las situaciones denominadas de pánico bancario, y, se constituiría también, como un mecanismo de prevención del riesgo de sistema.

Como señala Garrido Torres (1991), la defensa de esta norma puede realizarse también desde el punto de vista de los defensores más radicales de la libre competencia, para los que el funcionamiento eficiente de los mercados financieros exige que el criterio de la disciplina del mercado pueda actuar sin ningún tipo de impedimento, de tal manera que las entidades ineficientes deben ser expulsadas del mercado. En este sentido, el seguro de depósitos serviría para reducir los efectos negativos de las crisis bancarias sobre los depositantes y sobre la economía en general, contribuyendo, por tanto, a conseguir esa meta. En esta línea se llega a plantear que el seguro de depósitos sería una de las pocas formas de regulación necesarias y no distorsionantes en el funcionamiento de las entidades bancarias.

Como ya se ha dicho anteriormente, en contra de las justificaciones basadas en la protección del usuario se ha replicado que la situación de los depositantes es semejante a la de otros ahorradores que colocan sus recursos en los mercados de valores o en fondos de inversión, no habiéndose reivindicado que sea necesario asegurarlos frente a posibles quebrantos (la réplica a esta crítica viene dada por el argumento de que los depósitos bancarios son un medio de pago, de uso y aceptación generalizado y al garantizarlos se está asegurando la seguridad del sistema de pagos). No obstante, las objeciones más contundentes tienen que ver con las posibles distorsiones que el fondo de garantía, en tanto que forma de aseguramiento, puede provocar en el comportamiento de la entidad asegurada, esto es, la posible generación de problemas de riesgo moral debidos en última instancia a la distribución asimétrica entre asegurado y asegurador de los costes y beneficios inherentes al contrato de seguro. Trabajos como Suárez (1993) muestran que la responsabilidad limitada de los propietarios del banco y la existencia de un seguro de depósitos con una prima proporcional al volumen de los mismos generan incentivos a los gestores del banco a asumir mayores niveles de riesgo y menores de capitalización. En este sentido los efectos perversos sobre el comportamiento de los gestores y sobre la eficiencia y competitividad del sector bancario pueden ser incluso mayores en función de la cobertura y atribuciones del fondo de garantía, dado que, en algunos países, las actuaciones de este mecanismo han ido más allá de la simple protección hasta una determinada cuantía de los depósitos, para realizar, ya no sólo una protección total de los mismos, sino también una defensa de los intereses de los accionistas de la institución en crisis. Por otra parte, dentro de otra línea argumental, el depositante asegurado preferirá siempre mayor remuneración por sus fondos, lo que hará primar en su elección a aquellas entidades que hayan asumido mayores

niveles de riesgo y sean, por tanto, capaces de ofrecer tipos de interés más altos (no obstante, las más eficientes también lo serían).

En relación a este tipo de norma debemos citar también un argumento utilizado con frecuencia en el ámbito de la teoría general de la regulación, que hace referencia al carácter de bien público de algunas formas de intervención pública. Al igual que otros tipos de normas, el establecimiento de un fondo de garantía de depósitos tiene las dos características básicas de un bien de este tipo: no rivalidad y no exclusividad en su disfrute. Como es sabido, por causa de estos dos atributos la asignación de los costes de “producir” el bien público entre sus usuarios es una labor difícil. El problema del *free rider* (todos esperan obtener un disfrute gratuito del bien y que sea otro el que pague) hace que el mercado produzca estos bienes en una cantidad inferior a la socialmente óptima. En el caso del seguro de depósitos, todas las entidades se benefician de la mayor estabilidad del sistema que el seguro confiere, pero es ciertamente cuestionable conocer si de forma voluntaria generarían un sistema de ese tipo.

Un aspecto fundamental de la existencia de un seguro de depósitos, implícito en la discusión anterior, es su carácter de obligatoriedad. En caso contrario, esto es, para un seguro voluntario, podrían plantearse problemas de selección adversa, en el sentido de que serían las entidades que incurriesen en riesgos mayores y con mayor probabilidad de quiebra las que estarían más dispuestas a pagar para equipararse en términos de solvencia con el resto de las entidades a los ojos de la clientela potencial, mientras que las más seguras sólo desearían suscribir el mínimo imprescindible para dotar a sus clientes, con lo que la calidad media de los asegurados tendería a disminuir conforme aumentase la prima y la probabilidad de quiebra afectaría al propio sistema de aseguramiento. Ello explica que el escaso número de países que han optado por un seguro de adscripción voluntaria hayan aplicado primas muy bajas.

En definitiva, estos razonamientos nos conducen directamente al problema de la determinación del nivel de la prima a pagar por las entidades aseguradas. En este tema existe un consenso al afirmar que un sistema como el actual (el que está establecido de forma mayoritaria en los países occidentales), basado en una prima lineal y proporcional al volumen de depósitos no constituye una asignación justa del coste del aseguramiento, en la medida en la que entidades de similar tamaño poseen una diferente probabilidad de quiebra. Se propicia, en cierto modo, una transferencia de riqueza en el interior del sistema, en la medida en que las entidades seguras estarían subsidiando a las demás.

Consideraciones similares caben respecto de la conveniencia y justificación de que el fondo de garantía se nutra con fondos públicos aunque ello no quiere decir que el mejor sistema sea el privado dado que, aún pudiendo asignar de forma más eficiente los riesgos, tiene inconvenientes: la aseguradora tendría que estar dotada de la facultad de declarar en quiebra un banco, lo que no sólo plantea problemas de orden jurídico, sino que también incentiva a que la declaración se haga demasiado pronto cuando todavía hubiese posibilidades, debido a que los costes no pecuniarios de la quiebra no incumben a la entidad aseguradora. Por estos motivos, se defiende la conveniencia de un sistema nutrido exclusivamente con las

aportaciones de las entidades privadas que, al mismo tiempo, esté supervisado por la autoridad monetaria y complementado por un mecanismo de reaseguro con ésta, es decir, el banco emisor como garante último de la liquidez del sistema.

La sustitución del actual diseño de primas proporcionales por otro que no posea los inconvenientes antes citados resulta cuando menos difícil. Es bien conocido que, en la práctica, las empresas aseguradoras aplican primas diferentes a cada tipo de cliente en función de su perfil de riesgo y de su probabilidad particular de percance. El establecimiento de una prima sensible al nivel de riesgo y capitalización de la entidad eliminaría el problema de riesgo moral: aquellas entidades que, con la expectativa de obtener una mayor rentabilidad, optaran por conductas más arriesgadas tendrían que pagar una prima más elevada. No obstante, hasta la fecha, ningún gobierno ha establecido un seguro de depósitos de estas características, fundamentalmente por causa de las dificultades de implementación de una prima sensible al riesgo, de manera especial en lo relativo a la medición de los riesgos bancarios.

5. Requerimientos de capital

El mantenimiento de una determinada proporción de recursos propios en relación al volumen de las inversiones asumidas, ponderada por su nivel de riesgo, es otro de los principales elementos de los sistemas tradicionales de regulación financiera (en algunos países el coeficiente se determina teniendo en cuenta el volumen del pasivo). Se pretende con ello lograr una adecuación entre el grado de capitalización de las entidades y los riesgos que han asumido.

Como es sabido, en función del punto de vista utilizado, son variadas las formas de definir los recursos propios. Para una entidad bancaria, su significado económico es el de los fondos disponibles para absorber pérdidas antes de trasladarlas a fondos de garantía de depósitos y a los depositantes. De la misma manera, los recursos propios pueden entenderse como la diferencia entre el valor de mercado de activos y pasivos. La cuestión relevante aquí es, sin embargo, lo que el regulador define como recursos propios. Esta definición normativa suele basarse en valores contables e incluir como elementos principales al capital, las reservas y las financiaciones subordinadas.

Son múltiples los problemas asociados a la implementación de esta medida, ya no sólo, como acaba de exponerse, en cuanto a la definición y la valoración de los elementos que se consideran recursos propios, sino también a la evaluación de los riesgos de las inversiones, o a la determinación de su nivel y control. Especialmente importantes son las consideraciones referentes a los efectos de los cambios en los niveles exigidos de este coeficiente, en relación de la posibilidad de generar incentivos a asumir mayores niveles de riesgo para afrontar procesos de capitalización, respecto de lo cual los modelos disponibles no han alcanzado conclusiones de aceptación general (Carbó 1994). Otra cuestión interesante al respecto de esta medida, que se plantea en Tirole (1994), guarda relación con la conveniencia de que el regulador varíe los requerimientos de capital en función de la fase del ciclo económico en

la que nos encontremos. Asimismo, la discusión del apartado anterior implica que es un tipo de norma necesaria cuando se establece un seguro de depósitos con una prima proporcional con la finalidad de evitar que algunas entidades se infracapitalicen, esto es, las entidades pueden sustituir capitalización por seguro de depósitos, en la medida en que consideren que éste último garantiza la restitución de los depósitos.

En el contexto actual, de aplicación de las normas de Basilea II, habría que añadir a lo anterior los problemas asociados al diseño e implementación de sistemas internos de calificación de riesgo crediticio.

6. Supervisión

Obviamente, la efectividad de cualquier sistema regulatorio está basada en último término en la capacidad del regulador de, en primer lugar, comprobar tanto la situación económico-financiera de las entidades reguladas como el adecuado cumplimiento de las normas por las mismas y, en segundo lugar, sancionar los incumplimientos detectados. En este sentido, el desarrollo eficiente de esta labor aconseja que el supervisor sea único, con el fin de poder cruzar toda la información disponible de cada entidad. Un componente fundamental de la labor de supervisión es la forma en la que las entidades han de realizar el registro de la información relevante, así como la provisión periódica de la misma al organismo supervisor con distintos niveles de agregación. Respecto de este elemento, con frecuencia, se comenta un aspecto de menor importancia relativa que son los costes operativos derivados de que las demandas de información por motivos de supervisión puedan no coincidir con las necesarias por motivos de gestión.

La evolución reciente de los mercados financieros, en cuanto a su creciente dinamismo y competencia, la aparición de nuevos productos y servicios, el carácter más internacionalizado y diversificado de su negocio, la interdependencia creciente de los mercados y un largo etc., han contribuido a dificultar de forma creciente la labor de supervisión e incrementado las necesidades de información del regulador de cara a un desarrollo adecuado de su función de control. No obstante, la supervisión se realizará no sólo en la información remitida por las entidades, sino que habrá de basarse también en una labor inspectora en sentido estricto, esto es, en la propia sede de la entidad a fin de verificar la calidad de la información remitida y ampliar su contenido.

1.3. Tipos de riesgos

La banca, al igual que otras actividades, desarrolla su actividad en un marco en el que el riesgo está presente. El riesgo es propiciado tanto por la propia incertidumbre, que por definición rodea al sistema económico, como por una serie de peculiaridades que se circunscriben propiamente al sector bancario. Entre las particularidades que rodean a la banca y que pueden propiciar el riesgo bancario, de acuerdo con la enumeración del manual *Instrumentos financieros* (Pérez y Calvo, 2006), nos encontramos con:

- Las entidades de depósito tienen una relación entre recursos ajenos y recursos propios sensiblemente superior a otros sectores empresariales.

- Cuentan con elevados niveles de descentralización de autoridad y, en ocasiones, de dispersión de funciones de contabilidad y control lo que dificulta la uniformidad de las prácticas operativas y contables.
- El análisis dinámico del balance de las entidades de crédito, atendiendo a las diferentes masas patrimoniales, es muy cambiante. Así se presentan reacciones de clientes —como consecuencia de cambios en el entorno y políticas de la competencia y de la propia entidad— que conllevan la sustitución constante de posiciones dentro y fuera de balance.
- Usualmente, la banca asume importantes obligaciones sin ninguna transferencia inicial de fondos.
- Mantiene importantes volúmenes de activos financieros, cuya seguridad material debe estar garantizada a la perfección, tanto en lo que se refiere a custodia como transferencias de los mismos.

La asunción de riesgos es inherente al ejercicio de cualquier actividad empresarial, incluida la financiera, por ello la gestión del riesgo y su adecuado sistema de control es fundamental para el correcto devenir bancario. Cualquier entidad financiera no sólo debe asegurarse un correcto equilibrio entre el riesgo y la razonable rentabilidad que lo compense, sino que se requiere implantar un sistema global de gestión de riesgos.

Dentro de la gestión bancaria en lugar de riesgo bancario hay que hablar de riesgos bancarios, en la medida que hacen referencia a distintas facetas y condicionantes de la actividad. Los principales son:

1. Riesgo de crédito.
2. Riesgo de mercado.
 - a. Riesgo de cambio.
 - b. Riesgo de tipos de interés.
 - c. Riesgo de cotización.
3. Riesgo legal.
4. Riesgo de liquidez.
5. Riesgo país.
6. Riesgo de pérdida de imagen y credibilidad.
7. Riesgo por actos delictivos, siniestros y fraudes.
8. Riesgo tecnológico.
9. Riesgo estratégico.
10. Riesgo operativo.

Se recogen, a continuación, los principales aspectos conceptuales:

1.3.1. Riesgo de crédito

Hace referencia a la probabilidad de que el prestatario no devuelva el principal de la operación financiera o no pague los intereses, en la forma y tiempo estipulados en el correspondiente contrato. Se corresponde con la circunstancia de que la entidad bancaria mantenga posiciones activas sobre agentes que no posean la situación financiera y patrimonial idónea. La actividad crediticia constituye la fuente primigenia de ingresos para la banca, es por tanto de vital importancia la gestión de la concesión del crédito y es que el riesgo de crédito se relaciona con la información

asimétrica en la que se desarrolla la actividad crediticia. Una de las piezas fundamentales, para la gestión del riesgo de crédito, también denominado de insolvencia o contrapartida, es el establecimiento de un adecuado protocolo de concesión del crédito. La gestión del riesgo de crédito, puede fundamentarse en los siguientes elementos:

- Selección, control y seguimiento de los créditos concedidos, conjuntamente con el establecimiento de relaciones de clientela de largo plazo para generar información sobre el cliente y sobre otros agentes con los que el cliente se relaciona. Para las operaciones estandarizables, se propone el establecimiento de criterios que permitan clasificar y calificar las operaciones objeto de solicitud en forma de *credit scoring*, etc. Además ha de reutilizarse y aprovechar la información derivada de las relaciones entre el banco y sus clientes, en forma de una fuente interna de calidad con el que evaluar al futuro prestatario. Finalmente puede establecerse un marco de análisis económico-financiero del solicitante y su riesgo asociado, a través de la definición del escenario sectorial donde desarrolla su actividad, el estudio de sus estados contables y sus garantías.
- Establecimiento de compromisos que generen señales favorables a la hora de encauzar la operación; por ejemplo mediante el establecimiento de garantías y avales que aseguren el valor de la operación por si el prestatario falla, además se abre la posibilidad de establecer compromisos y cláusulas contractuales a los que se ajuste el usuario (limitando futuros endeudamientos o enajenación de bienes, etc.).

Las entidades se dotan de potentes servicios de análisis que valoran los criterios para conceder financiación. A modo de ejemplo, se incorpora un resumen, que consideramos de gran utilidad, elaborado por José García Pardo:

Primer criterio

- a. Una vez efectuado el análisis económico-financiero, estudio de la capacidad de devolución del crédito, sin tener en cuenta las garantías ofrecidas.
- b. Estudio de rentabilidad de la operación y compensaciones.
- c. Situación del sector. Comparación del cliente con otros del mismo sector. Concentración de riesgos en el mismo sector. Fuerzas del entorno que inciden en el sector.
- d. Capacidad de los directivos.

Segundo criterio

- a. Capacidad de la empresa para generar beneficios.
- b. Calidad y competencia de los dirigentes de la empresa.
- c. Garantías reales aportadas.
- d. Garantías personales aportadas.
- e. Ratio de endeudamiento: endeudamiento a plazo/fondos propios.
- f. Riesgo con la entidad concedente y otras entidades.
- g. Proporción habitual de efectos impagados.

- h. Calidad y respeto a las previsiones de tesorería por parte de la empresa.
- i. Parte de los movimientos de la empresa que corresponden a la entidad concedente en relación con otras entidades bancarias.
- j. Calidad de las informaciones recibidas de la empresa.
- k. Nivel de los fondos de rotación de la empresa.
- l. Antigüedad de la cuenta o cuentas.
- m. Ritmo de crecimiento de la empresa.
- n. Grado de utilización de los descubiertos por parte de la empresa.
- o. Solvencia de los accionistas de la empresa.
- p. Importancia de la parte del mercado que absorbe la empresa.
- q. Importancia de la empresa en el espacio geográfico que se analiza.

Tercer criterio

Análisis global, según cada prestatario, de los siguientes factores:

- Solvencia.
- Beneficios.
- Tecnología.
- Patrimonio.
- Compensaciones.
- Movimientos rentables de las cuentas operatorias.
- Fidelidad.

Cuarto criterio

Dieciocho principios para conceder un crédito y valorar una empresa:

1. La calidad del crédito es más importante que la explotación de nuevas oportunidades.
2. Cada préstamo debe tener dos salidas alternativas, no relacionadas y existentes desde su inicio.
3. La persona del prestatario —o la dirección principal o los accionistas, si es una empresa— no debe ofrecer ninguna duda en cuanto a su integridad.
4. Si no conoce el negocio, no le dé crédito.
5. Suya es la decisión, que deberá considerar correcta según su propio criterio.
6. La finalidad del préstamo deberá entrañar la base de su reembolso.
7. Si tiene todos los datos, no necesitará ser un genio para adoptar la decisión correcta.
8. El ciclo económico es inevitable.
9. Aunque es más fácil que evaluar los estados financieros, la evaluación de la dirección de la empresa es vital.
10. Los valores en garantía no son un sustitutivo del reembolso.
11. Cuando se acepta una garantía, deberá obtenerse un dictamen pericial e imparcial de su valor y de su facilidad de realización.
12. No prestar la debida atención al detalle y a la administración del crédito, puede echar a perder un préstamo por lo demás acertado. (administración y documentación correctas —riesgo legal—).

13. Los bancos locales deben participar en los préstamos a prestatarios cuyos espacios geográficos de actuación conozcan con suficiente profundidad.
14. Si el posible prestatario desea una respuesta rápida, ésta debe ser “no”.
15. Si el préstamo va a ser garantizado, asegúrese de que los intereses del garante quedan bien atendidos como los del tomador del préstamo (el avalista debe conocer sus obligaciones).
16. Compruebe en qué se va a gastar el dinero del banco.
17. Piense primero en el banco. Los riesgos aumentan cuando se violan los principios (¿prestaría mi propio dinero?).
18. Cuando un prestatario acepta tarifas (primas de riesgo) muy superiores a las habituales, se está concediendo una operación con un elevado grado de riesgo.

1.3.2. Riesgo de mercado

El riesgo de mercado es el riesgo en que la entidad bancaria incurre como consecuencia de los movimientos y fluctuaciones en los precios de los diferentes mercados en los que tiene posiciones. Así el banco se verá afectado por movimientos en los tipos de interés, tipos de cambio, mercados de valores, materias primas, etc. El riesgo de mercado puede desagregarse en tres componentes fundamentales:

a. Riesgo de cambio:

La internacionalización de la economía ha supuesto un mayor peso específico de la gestión del riesgo de cambio en la gestión de riesgos. Se refiere a la posibilidad de que el banco sufra pérdidas, como consecuencia de las fluctuaciones de las divisas sobre las que mantiene posiciones, siempre que su posición activa y pasiva para cada divisa no queden compensadas en el vencimiento. Las categorías de exposición al riesgo de cambio, serían:

- Exposición en transacción (afecta a *cash-flows* en divisas), principalmente riesgos de endeudamiento e inversión en divisas.
- Exposición de traslación (no afecta a *cash-flows*), en lo que se refiere a la exposición en la traslación de inversión neta y beneficios de una subsidiaria en el exterior.
- Exposición económica (afectando a ingresos o costes), residual para la banca en comparación con los dos casos anteriores.

b. Riesgo de tipos de interés:

- Riesgo de incurrir en pérdidas como consecuencia de los movimientos en los tipos de interés de mercado, ya sea por la influencia en el margen de intermediación de la entidad o por el efecto sobre el valor de mercado de su patrimonio.

Es un riesgo que también se le plantea a cualquier gestor de carteras de renta fija, manifestándose en dos sentidos. En primer lugar como “riesgo de precio” o riesgo de aumento en los tipos de interés cuando hay que vender un título antes de su fecha de amortización. En segundo lugar como “riesgo de reinversión” o riesgo de disminución de los tipos de interés cuando el horizonte de planificación del inversor es superior al plazo

hasta el vencimiento de las inversiones realizadas. Está claro que para el gestor de carteras de renta fija el riesgo de mercado y el riesgo de reinversión tienen sentido contrario.

c. **Riesgo de cotización:**

Hace referencia a la posibilidad de pérdidas de valor para las entidades financieras, como consecuencia de las variaciones en las cotizaciones de su cartera de valores, principalmente de aquellos que se encuadran dentro de la denominada cartera de negociación o especulativa. El riesgo dependerá de:

- El tipo de activo en que se mantengan posiciones.
- Riesgo específico, ocasionado por las propias circunstancias específicas que afectan aisladamente al activo objeto de inversión. Se mitiga con la diversificación.
- Riesgo sistémico o riesgo en función del mercado, es la repercusión en cada activo de la aleatoriedad general del sistema económico.

1.3.3. **Riesgo legal**

Tiene una doble acepción, el manual *El sistema financiero* (Soley, 2000) se refiere a él como “la incertidumbre sobre el cambio de las condiciones legales, especialmente referidas a la regulación y la fiscalidad de las actividades financieras, con el fin de obtener ventajas de éstas”. Por su parte el manual *Gestión Bancaria* (López y Sebastián, 2007) lo describe como el tipo de riesgo que “supone la realización de una pérdida debido a que una operación no puede ejecutarse por: incapacidad de una de las partes para cumplir los compromisos asumidos, no existir una formalización clara o no ajustarse al marco legal establecido”.

1.3.4. **Riesgo de liquidez**

El riesgo de liquidez está relacionado con la posible inestabilidad bancaria, consecuencia de la descompensación entre un balance que presenta unos activos poco líquidos y a la vez que la captación de fondos se efectúa mediante títulos muy líquidos, de manera que es vital gestionar y coordinar los vencimientos de pasivos y activos. En este caso basta con que una proporción de clientes retire sus fondos para que la entidad bancaria se vea con problemas de liquidez. Este comportamiento podría estar relacionado con problemas de confianza en la entidad por parte de sus clientes. Históricamente el problema trataba de atajarse con mecanismos como el coeficiente de caja, hoy en día usado también como instrumento de política monetaria, además del importante papel jugado por mercados como el interbancario en la provisión de liquidez puntual. La medida utilizada en la gestión del riesgo de liquidez de balance es el gap de liquidez, que proporciona información sobre los desfases entre las salidas y entradas de fondos diariamente y por periodos usualmente de hasta doce meses de todas las masas que componen el balance.

Sea como fuere las entidades bancarias han de tener liquidez para su operativa ordinaria, por ejemplo hacer frente a la retirada de depósitos, puesto que el riesgo de liquidez se plantea cuando los fondos disponibles son insuficientes para hacer frente a los requerimientos derivados de los

compromisos bancarios. Por consiguiente se requiere que la entidad lleve un continuado análisis de las necesidades de liquidez y una correcta diversificación de las fuentes de financiación y de la colocación de sus fondos. El manual *Instrumentos financieros* (Pérez y Calvo, 2006) menciona la existencia de dos tipos de riesgo de liquidez:

- Riesgo de liquidez de mercado: el riesgo de que una posición determinada en el balance no puede eliminarse rápidamente liquidando la operación o contratando otra que la compense.
- Riesgo de financiación: es el riesgo de no poder obtener, en caso de necesidad, fondos líquidos a un coste razonable.

1.3.5. Riesgo país

El riesgo país es el riesgo asociado a la circunstancia de que el conjunto de los prestatarios que una entidad financiera tiene en un país determinado no pudiesen atender debidamente sus obligaciones financieras. En esta situación la causa es distinta al riesgo comercial habitual, achacándose bien a la incapacidad de disponer de la divisa en la que se denomine la deuda o bien a una incapacidad de proceder legalmente al cobro por razones de soberanía de los estados.

1.3.6. Riesgo de pérdida de imagen y credibilidad

La actividad bancaria se desarrolla en un esquema de información asimétrica, por lo que la confianza que la clientela tenga depositada en su entidad financiera es un factor clave. Al igual que en cualquier otra actividad empresarial, la imagen que la entidad bancaria sepa proyectar sobre el mercado jugará un papel clave en su posicionamiento. Una reputación de buenas prácticas e intachable conducta facilitará la labor de captación y fidelización de clientes. Se trata de factores a considerar, pues la merma o erosión en alguno de los elementos citados no dejará de tener un reflejo final sobre el resultado empresarial. La pérdida extrema de confianza puede desembocar en riesgo de liquidez.

1.3.7. Riesgo por actos delictivos, siniestros y fraudes

Como es obvio, cualquier entidad financiera lleva a cabo en su operativa cuantiosas transacciones y mantiene ingentes volúmenes de activos financieros, cuya seguridad material debe garantizar, máxime cuando se trata de dinero en efectivo. Este riesgo engloba la potencialidad de pérdidas como consecuencia de hurtos, malversaciones, atracos, accidentes, actos vandálicos, engaño, simulación, abuso de confianza y actividades fraudulentas, amén de deslealtades varias que pueda sufrir la entidad. La gestión de esta clase de riesgo pasa por adoptar medidas de seguridad activas y pasivas, sistemas de control y auditoría, tratamiento de datos y contratación de seguros.

1.3.8. Riesgo tecnológico

El riesgo tecnológico es la posibilidad de que se presenten consecuencias indeseables o inconvenientes generadas por un acontecimiento no

pronosticable vinculado con el acceso o el uso de tecnología, así como su obsolescencia. Un fallo de los sistemas operativos puede ocasionar graves perjuicios a cualquier entidad financiera como consecuencia de su dependencia operativa de aplicaciones tecnológicas e informáticas.

1.3.9. Riesgo estratégico

El riesgo estratégico hace relación al riesgo que la entidad incurre derivado de las decisiones de alto nivel en lo que a cuestiones estratégicas se refiere. Se relaciona, por ejemplo, con la inadecuada elección de objetivos empresariales, las deficiencias en cuanto a los diferentes proyectos de explotación o expansión, la incorrección en la acomodación a las circunstancias que rodean al mercado, la mala adecuación al entorno, las deficiencias en los protocolos de gestión de productos o clientes, etc.

1.3.10. Riesgo operativo

El Comité de Basilea define al riesgo operacional como el riesgo de pérdida resultante de inadecuados o fallidos procesos internos, del personal y de los sistemas, o de acontecimientos externos. Así dentro de este riesgo podría agregarse el riesgo legal y el de fraude. Dentro del riesgo operativo, tal y como se define, cobijaría deficiencias en varias áreas bancarias, como por ejemplo:

- Área de procesos: errores en contabilidad, tasaciones, liquidaciones, abonos, registros, asignaciones, control, etc.
- Área de personal: informaciones privilegiadas, fraude, organización, enfermedades, deficiente adecuación al trabajo, deficiencias en la comunicación y el conducta, etc.
- Área de sistemas: referido a problemática de telecomunicaciones, interrupción en los sistemas, operaciones de registro y seguridad informática.

El objetivo principal de la gestión del riesgo operacional es el de minimizar estos impactos a través de controles operativos y de seguimiento y supervisión.

1.4. Consideraciones finales

En coherencia con lo expuesto, en páginas precedentes, puede concluirse que la supervisión se justifica, si atendemos a los distintos objetivos que persigue. Uno de los principales es salvaguardar la estabilidad del sistema bancario tanto en su función crediticia como de soporte del sistema de pagos.

Las medidas puestas en práctica en los últimos años, como consecuencia de las crisis acaecidas, han surtido efectos positivos. En relación con este objetivo compartimos la idea (Pérez, 1994) de que la función básica de la supervisión no consiste en la prevención del riesgo del sistema sino en minimizar los costes de esta prevención: “ningún procedimiento supervisor, por perfecto que sea, es capaz: a nivel individual, de evitar que se produzcan crisis en las entidades más ineficientes y peor gestionadas; a nivel general, de lograr un sistema bancario lo suficientemente solvente

como para tener la absoluta certeza de que las crisis individuales, inevitables y saneadoras, que surjan no vayan a producirse”.

Los grandes objetivos de la supervisión del sistema pueden enunciarse del modo siguiente:

- Reducir la probabilidad de las crisis individuales, lo que obliga a reforzar la solidez y la solvencia de cada empresa y del sector en su conjunto.
- Que cada crisis individual, en el momento que se produzca, se solucione con el menor coste posible.
- Debe tenderse a alcanzar un equilibrio entre eficiencia y estabilidad, evitando regulaciones limitativas del contenido del negocio en base a trasladar el énfasis hacia la regulación prudencial, concebida como un estilo de gestión orientado a reforzar la solidez de las empresas frente al riesgo voluntariamente asumido. El objetivo anterior exige: normas de valoración adecuadas, fortalecimiento de las tareas de auditoría e inspección y énfasis en la calidad de gestión del negocio y en su control interno.
- Mejorar los procedimientos y reglas de gobierno societario. En este sentido el informe Cadbury y, más recientemente, el informe Olivencia han puesto de manifiesto que el refuerzo de las reglas de gobierno permiten una mejor integración, relación y eficacia entre gestores, auditores, accionistas y supervisores.
- Finalmente, de acuerdo con Pérez (1994), en base a la experiencia de crisis bancarias, hay que considerar aspectos como los siguientes:
 - Las exigencias de capital son muy importantes, pero un énfasis excesivo en ellas puede inducir a error al supervisor.
 - La consideración de nuevos riesgos en las exigencias de recursos propios deben seguir esquemas simples y flexibles que estimulen la buena gestión.
 - Los problemas de concentración de riesgos y con el propio grupo son cruciales y no tienen una consideración adecuada en los esquemas de exigencias de capital y supervisión actuales.
 - La vigilancia de la calidad del activo y su adecuada valoración son fundamentales e ineludibles para aumentar la eficiencia de la supervisión, por lo que se hace necesario reforzar las normas de clasificación, valoración de activos y dotación de provisiones y buscar una convergencia internacional que facilite la formación de una opinión común por gestores, auditores y supervisores.
 - La supervisión debe estimular la buena gestión y descansar en mayor medida en una inspección ordenada no sólo en función de la solvencia, sino también de la bondad de los sistemas de medición y control del riesgo, de la calidad presumible del activo y de la rentabilidad mostrada, ya que ello permitiría una mejor prevención de las crisis.

Si la supervisión del sistema es importante, existen otros objetivos que han dado lugar a un cuerpo de normas y aplicaciones, en el caso español

muy amplio y con un alto nivel de modernidad y adecuación a las directivas comunitarias. Entre otros se pueden citar los siguientes:

- Proteger el ahorro.
- Asegurar la transparencia y equidad.
- Ejercer el control monetario con la finalidad de lograr el objetivo de la estabilidad de precios.
- Influir selectivamente en la canalización de los flujos de ahorro.
- Homologar las pautas de funcionamiento de los mercados a las normas de la Unión Europea.
- Fomentar la especialización en la gestión del riesgo como consecuencia de la nueva orientación de las entidades, que han derivado de su papel fundamental como intermediarios entre los flujos de ahorro e inversión hacia la gestión del riesgo.

Poco a poco, el sistema bancario español ha modificado y adecuado sus pautas de actuación y sus normas de gestión hacia un mercado altamente competitivo. La actividad bancaria ha sufrido una profunda mutación estructural en los últimos veinte años y, en nuestra opinión, ha sido fundamental el papel desempeñado por la nueva regulación que ha permitido una mayor competitividad, mayor eficacia en la asignación de recursos, un más eficiente control monetario y, sobre todas las cuestiones, un desarrollo muy importante de los mercados financieros.

Las autoridades económicas y financieras han propiciado, con sus cambios legislativos, la liberalización con el objetivo de mejorar la eficiencia del sistema financiero en su conjunto.

La actividad bancaria ha sufrido una profunda mutación estructural porque la menor regulación conlleva mayores posibilidades de actuación. El camino hacia la Unión Europea exigía un esfuerzo de liberalización e internacionalización del sistema financiero, una política de financiación presupuestaria a tipos de mercado y, en general, una nueva definición e instrumentación de la política monetaria. La consecuencia lógica y necesaria para el cumplimiento de estas exigencias era el desarrollo de los mercados financieros organizados.

El mercado de Deuda Pública Anotada y el mercado interbancario, junto al Mercado Bursátil y los Mercados Derivados constituyen para las entidades financieras un “teatro de operaciones” con excelentes oportunidades, pero también son una fuente inagotable de riesgos, tanto por la volatilidad de los activos financieros intercambiados, como por su influencia y relación con el mercado de crédito intermediado, ya de por sí objeto de fuertes presiones competitivas.

En primer lugar, la presencia, como miembros, de las entidades financieras en estos mercados directos provoca que su balance y, por tanto, sus resultados, estén expuestos a los bruscos movimientos que en el corto plazo se producen. En ocasiones, el importante peso de valores públicos y bursátiles en los balances ha amenazado los resultados y la propia solvencia de las entidades. Obviamente, su participación como intermediarios constituye, cada vez más, una fuente importante de ingresos. La gestión

diaria de las posiciones mantenidas en estos mercados va a redefinir la actividad de tesorería, otorgándole dimensión estratégica.

En segundo lugar, el Mercado de Deuda Pública y las bolsas de valores compiten con el mercado intermediado de fondos y, por tanto, con las entidades bancarias, por la captación del ahorro, cuyos poseedores ya cuentan con una mayor cultura financiera. El Estado (y administraciones Territoriales), junto a empresas de gran tamaño y solvencia, se convierten en agentes emisores de activos financieros primarios cuyo destino son los ahorradores finales. Las entidades han reaccionado de tres formas distintas:

- Como ahorradores finales, colocan sus excedentes de tesorería en estos mercados, manteniendo los activos en balance.
- Como revendedores, comprando los activos primarios y revendiéndolos o cediéndolos a los ahorradores finales a cambio de un diferencial.
- Como comisionistas, gestionando, por cuenta del ahorrador último, la compra de estos activos, a cambio de una comisión.

Este proceso de desintermediación financiera tiene efectos muy profundos sobre la composición (partidas y moneda de denominación) y estructura de plazos del balance bancario. Primero, reduce el volumen de pasivo tradicional, lo encarece y disminuye su vida media. Segundo, aumenta el recurso a la financiación interbancaria, aumentando la volatilidad del coste del pasivo. Tercero, las entidades trasladan esa volatilidad al precio del activo (generalización de créditos a interés variable) reverenciándolos al coste, siempre variable, de la financiación interbancaria. Cuarto, reduce la calidad crediticia de los prestatarios a la par que estimula a las entidades a crecer en actividad crediticia por los mayores márgenes que reporta. Quinto, mención especial tienen los efectos asociados a la internacionalización de estos mercados y al desarrollo del mercado de divisas al añadir a los anteriores el riesgo de pérdidas por devaluación/revaluación de la moneda de denominación de las partidas de balance. Sexto, reduce la vida media del activo mediante la titulización de créditos, negociados en mercados o vendidos a fondos de inversión si prospera la nueva normativa en preparación.

Muchos otros efectos, igual de importantes, podrían citarse para describir el significado de este “proceso de mercadización” en sus dos líneas fundamentales de primacía del corto plazo y desintermediación financiera. En todo caso, el efecto que mejor englobaría y resumiría a los anteriores sería el aumento del riesgo inherente al desarrollo de la actividad financiera fundamentalmente por dos grandes tipos de riesgo: el **riesgo de mercado** y el **riesgo de crédito** (de clientes, exterior, de tesorería o de contraparte).

El concepto teórico de riesgo de mercado presenta, en este caso, dos matizaciones que le otorgan mayor amplitud a su definición más tradicional y restrictiva. El riesgo de mercado no expresa únicamente la sensibilidad del beneficio a la acción de las fuerzas de mercado, sino la posibilidad de que, por las particulares características del negocio financiero, la solvencia y equilibrio financiero de una entidad pueda verse

directamente amenazada, incluso por factores que puedan escapar a su control y pronóstico.

El riesgo de mercado puede definirse como la posibilidad de que la presencia de una entidad financiera en los distintos mercados de fondos, tanto directos como intermediados, derive en deterioro de sus resultados y solvencia.

Pueden distinguirse distintas clases de riesgo de mercado en función de la variable o factor que actúe como fuente del mismo: el riesgo de liquidez, el riesgo de tipo de interés, el riesgo de tipo de cambio y el riesgo de emisor. Es preciso aclarar que algunos de ellos vienen provocados por la acción de la coyuntura económica que requiere, además de una gestión diaria, ciertas respuestas de contenido estratégico que permitan, al menos en parte, evitarlo. No obstante, las fatales consecuencias de su inadecuada gestión son conocidas y por esta razón se ha incluido como riesgo de mercado. Los otros son consecuencia de los profundos cambios operados en los mercados financieros y en las políticas monetarias desarrolladas.

Se denomina riesgo de crédito al riesgo de insolvencia de los clientes, es decir, al de no recuperación de las inversiones crediticias y de sus intereses. Este riesgo se deriva de las experiencias de que, llegado al vencimiento o en los pagos periódicos acordados, parte de los créditos concedidos no se devuelven o determinados efectos descontados no se pagan cuando se presentan al cobro. Además del riesgo de insolvencia propiamente dicho, las entidades asumen el riesgo de firma, el cual se manifiesta cuando éstas deben subrogarse en obligaciones contraídas por clientes a quienes se ha avalado frente a terceros, ya sea por el cobro de una deuda (aval financiero) o por el buen fin de alguna transacción (aval técnico).

Prescindiendo del riesgo de firma por su escaso peso relativo, el riesgo de insolvencia puede considerarse consustancial al negocio de intermediación financiera, que una entidad debe asumir, aunque no por ello desistir en su siempre deseable minimización. Los factores de este tipo de riesgo son la propia evolución general de la economía, la situación del segmento de actividad financiado y la particular salud crediticia del cliente-prestatario.

El análisis de estos factores se considera como el paso previo a la asunción del riesgo crediticio. Toda decisión de inversión crediticia, asumiendo como necesaria una rigurosidad en el proceso de análisis, debe respetar dos principios básicos. Primero, la diversificación del riesgo, o lo que es lo mismo, no concentración en un solo cliente o sector de actividad más allá de unos estándares prefijados. Segundo, la compatibilidad entre los objetivos comerciales perseguidos y el grado de diligencia y rigurosidad con que se realiza la valoración del riesgo. Es lógico que un crédito de importante cuantía exija un análisis exhaustivo del cliente, si bien los créditos de consumo de escasa cuantía no siempre lo justifican debiéndose articular mecanismos ágiles (*credit scoring*) de análisis y concesión dirigidos a ciertos segmentos de clientes.

La segunda fase en la gestión del riesgo de crédito, una vez asumido éste, se centra en su seguimiento y revisión al objeto de poder anticipar o

detectar cualquier circunstancia que pueda afectar en la calidad crediticia. La tercera fase, y última, entra en juego cuando se produce la insolvencia del cliente y tiene como objetivo la recuperación del importe prestado.

Recientes experiencias han otorgado a la gestión del riesgo de crédito prioridad y atención máximas por parte de las entidades financieras.

Prescindiendo de la influencia de la coyuntura económica se ha observado un descenso estructural en la calidad crediticia y demanda de crédito de las empresas, en parte motivado por los procesos desintermediadores y la mejora en la estructura financiera de las empresas, tras afrontar procesos de saneamiento. De nuevo, la elección o prioridad otorgada al segmento de clientes ha influido en general en los niveles de morosidad, y se comprueba cómo los problemas de morosos se han agudizado más en la banca privada respecto a las cajas de ahorros que han dado prioridad al crédito a economías domésticas, básicamente con garantía hipotecaria, menos sensible, en términos relativos, a la coyuntura económica.

El riesgo exterior representa un variante del anterior, pero en este caso ha sido contraído con clientes o estados extranjeros. Aparece cuando se produce la no recuperación de una inversión exterior lo que, por sus específicas características, demanda un tratamiento separado. Presenta dos variantes bien diferenciadas:

El Riesgo país, que se produce en el caso que los principales agentes económicos de un determinado país, incluido su gobierno, no están en condiciones financieras para hacer frente a las obligaciones que han asumido.

El Riesgo de transferencia, que aparece cuando existiendo esa capacidad financiera, no se pueden efectuar los pagos correspondientes por escasez o falta de divisas.

Aunque este riesgo ha tenido relevancia en otro momento y en otros sistemas financieros —recuérdense las dificultades sufridas por los bancos prestamistas de los países latinoamericanos—, la escasa, si bien creciente, importancia del negocio exterior en los balances bancarios hace necesario un tratamiento pormenorizado que, en el futuro, será cada vez más importante (expansión en Hispanoamérica, etc.).

La libertad de movimiento de capitales, entre España y el resto de países extranjeros, ha hecho posible la actividad intermediadora en divisas. El sistema financiero español se ha internacionalizado y, con ello, ha expuesto a sus instituciones a una nueva clase de riesgo. El riesgo de cambio puede considerarse como la pérdida o beneficio que puede obtener la entidad debido a una oscilación desfavorable o favorable en los tipos de cambio de las divisas en las que están denominadas sus distintas partidas de balance.

El mercado de divisas pasa por considerarse como el mercado internacional más globalizado, eficiente y volátil. Con frecuencia se producen importantes oscilaciones en los precios de las monedas que suponen importantes pérdidas potenciales para las entidades que participan en ellos. Es preciso articular sistemas de medición y control para evitar incurrir en este tipo de riesgo que presenta múltiples implicaciones.

El riesgo de falta o pérdida de liquidez se deriva de la existencia de posibles desfases temporales entre el calendario previsible de maduración de los activos y el de exigibilidad de los pasivos. La propia función intermediadora del sistema bancario exige, normalmente, desarrollar un proceso de adecuación de la oferta de ahorro a la demanda de inversión. Esa función no es eficiente si se incurre en riesgo de falta de liquidez, con las obvias consecuencias sobre la imagen de confianza que debe transmitirse.

La reducción experimentada por la vida media del pasivo bancario ha introducido mayores dosis de dificultad sobre la ya de por sí compleja tarea de ajustar la liquidez. El llamado en lenguaje bancario *matching* de plazos es la técnica básica utilizada para gestionar la liquidez, además de sus tradicionales funciones de cumplimiento de coeficiente de caja y de servicio de tesorería.

El desarrollo de los mercados monetarios y de capitales ha permitido una valoración diaria de los tipos de interés en sus diferentes plazos. Los tipos de interés de referencia condicionan el nivel de los restantes tipos de interés, si bien son las propias fuerzas de mercado las que determinan su evolución.

La creciente presencia de las entidades financieras en este tipo de mercados y las presiones competitivas que influyen en el mercado de crédito intermediado, han planteado una situación de creciente exposición de las entidades de crédito y de las empresas a las oscilaciones de los tipos de interés.

En general, el riesgo de interés que asume un agente económico al invertir sus ahorros en un activo financiero cotizado en los mercados viene determinado por las variaciones en su cotización (riesgo de precio) y por el desconocimiento *a priori* de los tipos de interés a los que va a ir reinvertiendo los flujos de caja (cuyo importe también puede ser desconocido) que genere este instrumento (riesgo de reinversión). En principio, toda entidad de crédito, al disponer en el activo de su balance de este tipo de activos financieros, está expuesta al riesgo de interés. Dado que financian la adquisición de estos activos con la emisión de otros que también pueden ser sensibles al riesgo de interés se puede deducir la importancia y la complejidad que adquiere en el negocio bancario el tratamiento de este tipo de riesgo.

Por las razones apuntadas en este epígrafe de consideraciones finales, las empresas financieras consideran muy importante la gestión global de todos los riesgos para, de esa manera, confirmar que se actúa de acuerdo con la visión estratégica cuyo último objetivo es la maximización del valor.

El óptimo en la gestión de riesgos no se alcanza actuando de manera independiente sobre las diferentes carteras de una empresa. Conlleva la necesaria diversificación en instrumentos, clientes, mercados y regiones geográficas. Hoy es imprescindible gestionar las posiciones de manera global.

I.5. Bibliografía

- BALDO DEL CASTAÑO (1984): *Conceptos fundamentales de Derecho Mercantil. Las relaciones jurídicas empresariales*. 4ª edición, 11.
- BALTENSPERGER, E. (1989): *The economic theory or banking regulation*. Center for the Study of the New Institutional Economics, Universitat des Saarlandes, Occasional Papers.
- BHATTACHARYA, S. y THAKOR, A. (1993): "Contemporary banking theory", *Journal of Financial Intermediation*, 3, 2-50.
- BHATTACHARYA, S., BOOT, A. W. y THAKOR, A. (1995): *The economics of bank regulation*, Working Paper nº 9516, CEMFI.
- CARBÓ, S. (1994): "Las entidades financieras y la adecuación a los requisitos prudenciales de capital propio", *Perspectivas del Sistema Financiero*, 48, 132-142.
- DEWATRIPONT, M. y TIROLE, J. (1993): *The prudential regulation of banks*, MIT Press.
- EISENBEIS, R. A. (1996): "Banks and insurance activities", en *Sunders, A. y Walter, I. (eds.): Universal banking*, Irwin, New York.
- FERNÁNDEZ-ANNESTO, J. y CARLOS BERTRÁN, L. (1992): *El Derecho del Mercado Financiero*. Editorial Civitas.
- FREEMAN, S. (1987): "Reserve requirements and optimal seigniorage", *Journal of Monetary Economics*, 19, 307-314.
- FREIXAS, X. (1990): "Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros", *Moneda y Crédito*, 190, 11-33.
- FREIXAS, X. (1995): "El Estado frente al sector bancario" en *Barbera, S. (ed.): Estado y economía. Elementos para un debate*. Fundación BBV.
- FREIXAS, X. y ROCHET, J. C. (1997): *Microeconomics of banking*. MIT Press.
- GARRIDO TORRES, A. (1991): *Crisis bancarias y regulación financiera: el seguro de depósitos*. Documento de trabajo nº 22/91, Servicio de Estudio de La Caixa.
- GOODHART, C. A. E. (1989): *Money, information and uncertainty*. McMillan.
- GOWLAND, D. (1990): *The regulation of financial markets in the 1990's*. Edward Elgar.
- GRANDÍO, A. y NOVO, J. A. (2001): *Regulación financiera y protección del inversor*. Netbiblo, A Coruña.
- HORVITZ, P. M. (1986): "Technological innovation Implications for regulation of financial institutions", en *Lawrence, E. y Shay, R. P. (eds.): Technological innovation, regulation and the monetary economy*. Ballinger, Massachusetts.
- KANE, E. J. (1996): "The increasing futility of restricting bank participation in insurance activities", en *Sunders, A. y Walter, I. (eds.): Universal banking*. Irwin, New York.
- LÓPEZ PASCUAL, J. y SEBASTIÁN GONZÁLEZ, A. (2007): *Gestión Bancaria: Factores Claves en un entorno competitivo*. McGraw-Hill.
- MARTÍN OVIEDO, J. M. (1987): *Ordenación Legal del Sistema Financiero Español*. Editorial Civitas, 12.
- OCDE (1992): *Banks under stress*. OCDE, París.
- ONTIVEROS, E.; VALERO, F. (2008): *España en Contraste. Financiación de la economía*. Analistas Financieros Internacionales. Madrid.
- PAMPILLÓN, F. (2006): *Ejercicios de Sistema Financiero Español*. 11ª Edición. Editorial Dykinson, Madrid.
- PAJEJO, J. A.; RODRÍGUEZ, L.; CUERVO, Á. y CALVO, A. (2007): *Manual de Sistema Financiero Español*. 20ª Edición. Ariel, Barcelona.

- PELTZMAN, S. (1976): "Towards a more general theory of regulation", *Journal of Law and Economics*, 19, 211-240.
- PÉREZ RAMÍREZ, J. y CALVO GONZÁLEZ-VALLINAS (2006): *Instrumentos financieros: Análisis y valoración con una perspectiva bancaria y de información financiera internacional*. Pirámide.
- PÉREZ, J. *et al.* (1994): Curso organizado por Financial Times sobre Banca Internacional: ¿Es deseable una mayor regulación bancaria? Madrid.
- REPULLO, R. (1989): "Los efectos económicos de los coeficientes bancarios: Un análisis teórico", *Investigaciones Económicas*, 13, 227-244.
- ROMER, D. (1985): "Financial intermediation, reserve requirements and inside money: A general equilibrium analysis", *Journal of Monetary Economics*, 16, 175-194.
- SOLEY SANS, J. (2000): *El sistema financiero y su encuentro con la empresa*. Deusto, Bilbao.
- SUÁREZ, J. (1993): "El análisis económico de la regulación bancaria", *Información Comercial Española*, 723, 35-49.
- TIROLE, J. (1994): "On banking and intermediation", *European Economic Review*, 38, 469-487.
- TORRERO MAÑAS, A. (2008): *Revolución en las finanzas*. Marcial Pons, Madrid.

Los mercados financieros.

Aspectos estructurales y conceptuales

2.1. Mercado interbancario

En el mercado interbancario se desarrollan tanto operaciones de regulación monetaria como operaciones de crédito y préstamo, en las que las entidades financieras se ceden depósitos y otros activos financieros a corto plazo, generalmente un día o una semana, y con un elevado grado de liquidez. Por interbancario puede entenderse “el mercado cuyas operaciones alteran el nivel global de activos de caja del sistema crediticio—mediante operaciones entre el banco central y las entidades de crédito— o dan lugar a una redistribución del mismo a través de operaciones exclusivamente interbancarias, así como de todas aquellas que las entidades pueden ejecutar con la contrapartida de sus cuentas de activos de caja en el Eurosistema”¹. Se incluye, al cierre de este epígrafe, un resumen sobre el Banco Central Europeo.

El objetivo de este mercado mayorista es el de permitir a las entidades bancarias gestionar sus desfases de tesorería, de manera que, o bien se rentabilicen los excedentes de liquidez a corto plazo, o bien se puedan cubrir las necesidades de financiación residuales. Además, posibilita la operativa de *trading* con el fin de obtener beneficios en la gestión de la tesorería.

El Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios se encarga del registro y de la liquidación de las operaciones del mercado interbancario de depósitos negociadas entre las entidades de crédito que sean admitidas como miembros del mismo. Las posiciones de efectivo que resulten de tales operaciones se liquidan a través del sistema TARGET2-Banco de España, sistema español integrante de la plataforma compartida única del TARGET2.

Las principales características del mercado interbancario son:

- Contratación: telefónica, directa entre entidades o por broker.
- Tipo de operación: al contado o a plazo. El 90% es día a día.
- Horario: de 7:00 a 18:00 horas, valor mismo día.

¹ ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2005): *Guía del Sistema Financiero Español*. Ediciones Empresa Global, Madrid.

- Cotización: tipos de interés (oferta y demanda con dos decimales).
- Tipos en pantalla orientativos.
- Comunicación: a través del Servicio de Liquidación de Depósitos Interbancarios.
- Liquidación: en cuenta de tesorería en el Banco de España.
- Publicación: el Banco de España publica importes y tipos mínimos, medios y máximos de cada sesión.

Los principales motivos del desarrollo de este mercado han sido los siguientes:

- Política monetaria, basada en controlar la cantidad de dinero en circulación.
- La entrada de la banca extranjera en España y sus limitaciones para captar el pasivo.
- Los elevados tipos de interés de los años ochenta.

La importancia actual se fundamenta en las siguientes causas:

- Canaliza un gran volumen de fondos. En caso de tensiones de liquidez, como ha ocurrido con posterioridad a la crisis de las hipotecas subprime, los volúmenes negociados pueden verse mermados, dado que la principal característica de las operaciones realizadas en este mercado es la confianza entre las entidades participantes.
- Es la referencia básica para la formación de los precios de los diferentes activos negociados en el resto de los mercados financieros, junto a datos e indicadores facilitados por la actividad del Banco Central Europeo.
- Se obtienen los indicadores de referencia en las operaciones activas y pasivas del sector bancario, complementarias de las que emanan del Banco Central Europeo.
- Este mercado es utilizado para realizar operaciones de política monetaria.

Los principales participantes son:

- El Banco de España, que cumple las funciones de rector del mercado (autoriza las entidades participantes y publica las circulares de funcionamiento); además suministra la infraestructura necesaria y publica la información estadística del agregado de las operaciones realizadas.
- Las entidades de crédito, bancarias y no bancarias, autorizadas por el Banco de España, atendiendo a criterios de solvencia y de capacidad técnica y gerencial suficientes.
- Brokers autorizados por el Banco de España. No realizan operaciones por cuenta propia. Sus funciones son: mediar entre oferentes y demandantes para fijar los tipos de interés, publicar los mejores tipos orientativos de oferta y demanda y facilitar al Banco de España información sobre el desarrollo de la negociación. Su beneficio está representado por las comisiones procedentes de las operaciones intermediadas.

Al margen de las operaciones de regulación monetaria, dentro del mercado interbancario cabe hablar de:

- *Mercado interbancario de depósitos*: el mercado interbancario de depósitos constituye una parte fundamental dentro de los mercados monetarios —aquellos en los que se negocian activos de bajo nivel

de riesgo, a muy corto plazo, y de gran liquidez—. El instrumento negociado es un depósito, es decir, una cesión de dinero de un participante del mercado interbancario a otro. La importancia del mercado interbancario de depósitos radica en las siguientes funciones:

1. Permite a las entidades gestionar su liquidez, prestando y tomando préstamos a diferentes plazos, según sus necesidades, expectativas sobre los tipos de interés y las correspondientes intervenciones del Banco Central.
2. Permite llevar a cabo *trading* especulativo.
3. Aunque las operaciones que se realizan en el interbancario son a corto plazo, la renovación continua de los préstamos otorga a las entidades fuentes de financiación cuasipermanentes.

De acuerdo con el carácter de los depósitos objetos de negociación, el mercado interbancario de depósitos distingue entre:

- Mercado interbancario de depósitos no transferibles: en éste, tanto la entidad depositante, prestataria, como la entidad acreedora, depositaria, establecen un contrato de depósito a partir del cual han de mantener inalteradas las posiciones contraídas desde el momento de la contratación hasta el vencimiento pactado. Esta característica merma la operativa ulterior, y es que las posiciones que se contraen en este mercado son no reversibles, no pueden deshacerse, por lo que han de permanecer hasta su vencimiento, de manera que para cubrir una posición se tendría que añadir otra de signo contrario.

Es un mercado primario, y dada la no reversibilidad de las posiciones contraídas, no habrá lugar a la existencia de un mercado secundario de depósitos no transferibles. Debe señalarse que se trata de un mercado profundo y líquido.

Los tipos de interés negociados en este mercado son los tipos de interés sobre los que se referencian multitud de las operaciones financieras que las entidades realizan con sus clientes.

- Mercado interbancario de depósitos transferibles: en 1992 comenzaron a negociarse los denominados Depósitos Interbancarios Transferibles (DIT). Los DIT son depósitos en los que puede cederse el pago del principal e intereses, pactados por la entidad prestamista y prestataria, durante el periodo que dista entre emisión y la cancelación del depósito, pudiendo además amortizarse de forma anticipada. Estas características permiten que sean negociados en un mercado secundario, con una negociación similar a la de un título emitido al descuento.

- *Certificados del Banco de España*: fueron emitidos por el Banco de España una sola vez, en 1990, y suscritos por las entidades sujetas a coeficiente de caja por el montante del 12% de los pasivos computables a finales de 1989. El vencimiento se produjo entre marzo de 1993 y septiembre de 2002. Tuvieron una finalidad monetaria y su rentabilidad era del 6% anual, pagadero en semestres vencidos.

- *Mercado de FRA:* un FRA es un contrato por el cual dos operadores financieros acuerdan un tipo depósito interbancario notional (con un principal teórico) liquidable en una fecha futura. No es más que un futuro sobre los tipos de interés, de tal modo que ocurra lo que ocurra con el tipo de interés en el futuro, las partes contratantes prestarán y tomarán prestado un capital teórico a un determinado plazo y a un tipo de interés fijado en el momento actual. De manera que en la fecha de vencimiento se procederá a liquidar la diferencia entre el tipo de interés en el mercado de contado y el tipo de interés estipulado en el FRA.

El mercado de FRA se considera también un mercado monetario interbancario. El subyacente del FRA es un depósito interbancario no transferible. Los tipos de referencia del mercado interbancario son utilizados como referencia para liquidar las operaciones de FRA. Esta obra realizará referencias teóricas y prácticas sobre este tipo de operaciones.

A partir de las operaciones realizadas en el mercado interbancario, surgen referencias, como el MIBOR, que fue sustituido por el Euríbor como referencia oficial, el 1 de enero de 2000. No obstante, el MIBOR se sigue publicando, pues se utiliza como referencia para los préstamos hipotecarios firmados con anterioridad y que así lo tengan pactado. Las principales referencias del mercado interbancario del euro, son las siguientes:

- Euríbor: el Euríbor (*Euro Interbank Offered Rate*) es el tipo de interés de referencia del mercado interbancario del área euro, soportado por la Federación Europea de Banca y la Asociación de Cambistas Internacionales ante la necesidad de buscar una referencia única, tanto para la fijación de intereses como para la liquidación de operaciones de derivados. A fin de calcularse, un conjunto representativo de entidades financieras seleccionadas, panel de cotizantes, proporcionan las cotizaciones diarias de los tipos de interés de oferta, a diferentes plazos, para depósitos interbancarios denominados en euros. Para cada plazo, se realizará una media aritmética de las cotizaciones proporcionadas, eliminando un 15% de los tipos más altos y más bajos con el fin de depurar los datos; el cálculo se asemeja a un *fixing*. Así se publica, a las 11:00 de la mañana de Bruselas y los días hábiles de TARGET, un Euríbor para quince periodos en total: una, dos y tres semanas, y desde 1 mes hasta 12 meses. La fecha valor del Euríbor es de dos días (D+2) y en base actual/360.

La composición del panel de entidades cotizantes se revisa periódicamente bajo los siguientes criterios:

- Han de ser entidades financieras activas en el mercado monetario, con capacidad de gestión de volúmenes elevados de instrumentos referenciados al tipo de interés del euro, incluso en momentos de turbulencia de los mercados.
- Han de ostentar una calificación crediticia de primera clase.
- Han de remitir periódicamente, a los bancos centrales nacionales o al Banco Central Europeo, información relevante acerca de su entidad.

Adicionalmente las entidades financieras integrantes del panel de cotizantes, asumen varias obligaciones en relación al Euríbor, destacando:

- Deben cotizar, los días de mercado, el tipo de interés de oferta a los cuales estarían dispuestos a prestar sus fondos a entidades financieras de máxima calidad crediticia cubriendo el rango de plazos determinado.
 - Han de transmitir la información requerida al Eurosistema para el cálculo del Eonia.
- Eonia: el Eonia (*Euro Overnight Indexed Average*) es un tipo efectivo de referencia de las operaciones no garantizadas de depósito interbancario instrumentadas como préstamos a un día, con valor hoy y vencimiento el día siguiente hábil, y cruzadas dentro del área euro. Suministra información sobre el mayor o menor equilibrio entre la oferta y la demanda de liquidez a muy corto plazo.
El Eonia es calculado por el BCE a partir de la información, transmitida por las entidades financieras cotizantes del Euríbor, referente al volumen total de las operaciones de crédito a un día no garantizadas y al tipo de interés medio ponderado aplicado. Se publica con dos decimales y con la base de cálculo actual/360.
 - Eulibor: la *British Bankers Association* (BBA) publica el Libor, tipo de interés de referencia al que los bancos prestan fondos en el mercado interbancario británico. Existe un Libor para cada divisa y periodo. En concreto, el tipo Libor del Euro o Eulibor, es el tipo de interés ofrecido para depósitos en euros en el mercado de Londres, a un plazo determinado, de una semana y periodos mensuales de hasta un año, con una fecha valor D+2 y una base actual/360. Se erige como el tipo de interés de referencia del euro, fuera de la zona euro. Su publicación es diaria, exceptuando los festivos del TARGET. Para su cálculo se toma la información proveniente de las 16 entidades seleccionadas por el BBA como más activas en el mercado londinense, a partir de la cual se calcula una media aritmética de las cotizaciones proporcionadas para cada periodo, luego de eliminar el 25% de los tipos más altos y más bajos a fin de evitar distorsiones.

2.1.1. Banco Central Europeo y política monetaria²

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) está compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de los estados miembros de la Unión Europea (UE).

El Eurosistema está integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de los estados miembros de la UE que han adoptado el euro.

Los órganos rectores del BCE son el Consejo de Gobierno y el Comité Ejecutivo. Al Consejo de Gobierno le corresponde adoptar las decisiones de política monetaria del BCE. El Comité Ejecutivo aplica las decisiones y es responsable de la gestión ordinaria del BCE. El Consejo General seguirá existiendo como el tercer órgano rector mientras siga habiendo estados miembros de la UE que no hayan adoptado el euro.

² Extracto del documento del Banco Central Europeo: www.bce.es.

El Eurosistema tiene cuatro funciones principales:

- Ejecutar la política monetaria del BCE, es decir, las medidas adoptadas por el Consejo de Gobierno como, por ejemplo, las modificaciones de los tipos de interés oficiales (tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación, tipo de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósitos) y, cuando fuere necesario, decisiones relativas a los objetivos monetarios y al suministro de reservas. Al Comité Ejecutivo corresponde la aplicación de la política monetaria y ejercer esta competencia dando instrucciones a los bancos centrales nacionales (por ejemplo, la asignación semanal de liquidez al sector bancario a través de las operaciones principales de financiación).
- La segunda y tercera de las funciones son, respectivamente, realizar operaciones de cambio de divisas y mantener y gestionar las reservas oficiales de los países de la zona euro. Los bancos centrales nacionales del Eurosistema transfirieron al BCE activos exteriores de reserva por un importe total aproximado de 40 mm de euros, constituidos en un 85% por divisas y en un 15% por reservas en oro. A cambio, los bancos centrales nacionales han recibido activos remunerados denominados en euros a pagar por el BCE. Los bancos centrales nacionales del Eurosistema participan en la gestión de las reservas exteriores del BCE: actúan como agentes del BCE siguiendo unas directrices fundamentales de gestión establecidas por éste. Los demás activos exteriores de reserva del Eurosistema son propiedad de los bancos centrales nacionales que se ocupan de su gestión. El Eurosistema regula las transacciones realizadas con estos activos de reserva, en concreto, aquellas cuyo importe supere un cierto límite necesitan la aprobación previa del BCE.
- El cuarto cometido principal del Eurosistema es promover el buen funcionamiento de los sistemas de pago. Asimismo, el Eurosistema contribuye a la supervisión financiera, presta asesoramiento para la legislación en esta materia y elabora estadísticas financieras y monetarias.

El Tratado también dispone que el BCE tiene el derecho exclusivo de autorizar la emisión de billetes de banco en euros.

En el esquema descrito, los bancos centrales nacionales tienen personalidad jurídica propia, forman parte integrante del Eurosistema —que es el responsable de la estabilidad de precios en la zona euro— y en el cumplimiento de las funciones del Eurosistema están sujetos a las orientaciones e instrucciones del BCE.

Los bancos centrales nacionales participan en la política monetaria única de la zona del euro. Efectúan operaciones de política monetaria, como el suministro de liquidez a las entidades de crédito, y garantizan la liquidación de pagos nacionales y transfronterizos que no se realizan en efectivo. Asimismo, llevan a cabo las operaciones de gestión de las reservas de divisas por cuenta propia, como agentes del BCE.

Además, los bancos centrales nacionales realizan la mayor parte de las tareas relacionadas con la recopilación de información estadística y la emisión y tratamiento de los billetes en sus países respectivos, pudiendo también ejercer funciones distintas de las especificadas en los Estatutos, a menos que el Consejo de Gobierno estime que dicho ejercicio interfiere con los objetivos y funciones del Eurosistema.

De conformidad con las legislaciones nacionales, los bancos centrales nacionales pueden tener asignadas funciones no relacionadas con la política monetaria, así, algunos participan en la supervisión bancaria o actúan como banco principal del gobierno.

El objetivo primordial del Eurosistema es mantener la estabilidad de precios. El Eurosistema actuará con arreglo al principio de una economía de mercado, abierta y de libre competencia, fomentando una asignación de recursos eficiente.

A fin de lograr la estabilidad de precios, el BCE debe influir en las condiciones del mercado monetario y, con ello, en el nivel de tipos de interés a corto plazo.

El BCE ha adoptado una estrategia que garantiza la aplicación de un enfoque coherente y sistemático a las decisiones de política monetaria. La coherencia contribuye a estabilizar las expectativas de inflación y refuerza la credibilidad del BCE.

Un elemento clave de la estrategia de política monetaria del Consejo de Gobierno del BCE es la definición cuantitativa de estabilidad de precios como un incremento interanual del Índice de Precios de Consumo (IAPC) inferior al 2% para el conjunto de la zona del euro. La estabilidad de precios deberá mantenerse a medio plazo, lo que refleja la necesidad de que la política monetaria esté orientada a un futuro a medio plazo.

En el contexto de esta definición el objetivo del BCE es mantener la tasa de inflación en un nivel inferior aunque próximo al 2% a medio plazo. Esta precisión destaca el compromiso del BCE de contar con un margen de seguridad suficiente que sirva de protección contra los riesgos de deflación.

El mecanismo de transmisión de la política monetaria comienza con la distribución de liquidez y el control de los tipos de interés a corto plazo por parte del Banco Central.

El mercado monetario, en cuanto que forma parte del mercado financiero, desempeña un papel fundamental en la transmisión de las decisiones de política monetaria, ya que es el que se ve afectado, en primer lugar, por los cambios de política monetaria.

Para influir sobre los tipos de interés a corto plazo, el Eurosistema tiene a su disposición un conjunto de instrumentos de política monetaria:

- Operaciones de mercado abierto: pueden dividirse en la siguientes categorías:
 - Operaciones principales de financiación: son operaciones temporales de inyección de liquidez de carácter regular, periodicidad semanal y vencimiento a una semana.
 - Operaciones de financiación a plazo más largo: son operaciones de inyección de liquidez con frecuencia mensual y vencimiento a tres meses.
 - Operaciones de ajuste: pueden efectuarse en casos concretos con la doble finalidad de gestionar la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés. En particular, el objetivo de estas operaciones consiste en suavizar los efectos sobre los tipos de interés causados por fluctuaciones inesperadas de la liquidez en el mercado.
 - Operaciones estructurales: se realizan mediante la emisión de Certificados de Deuda, operaciones temporales y operaciones en firme.

- Facilidades permanentes: tienen como objetivo establecer los límites de los tipos de interés de mercado a un día, inyectando y drenando liquidez.
 - Facilidad marginal de crédito, que permite a las entidades de crédito obtener liquidez a un día de los bancos centrales nacionales contra la presentación de activos de garantía admitidos.
 - Facilidades de depósito. A ella acuden las entidades de crédito para realizar depósitos a un día en los bancos centrales nacionales del Eurosistema.
- Exigencia de reservas mínimas: el Eurosistema exige a las entidades de crédito el mantenimiento de reservas mínimas en cuentas abiertas en los bancos centrales nacionales. Las entidades de crédito han de mantener un determinado porcentaje de alguno de los depósitos de sus propios clientes (además de otros pasivos bancarios) en una cuenta de depósito con el Banco Central nacional que corresponda durante un periodo de mantenimiento de reservas de aproximadamente un mes. El Eurosistema remunera estas cuentas con un tipo de interés a corto plazo. El sistema de reservas mínimas tiene como objetivo estabilizar los tipos de interés del mercado monetario creando, o ampliando, un déficit de interés estructural en el sistema bancario.

2.2. Mercado de divisas³

El mercado de divisas (*foreign exchange market*, *FOREX market* o *FX market*) es el mercado base de todos los demás mercados financieros internacionales, ya que en él se establece el valor de cambio de las monedas en que se realizan los flujos monetarios internacionales.

Actualmente, el mercado de divisas es el mercado de mayor volumen de actividad en todo el mundo. Desde finales de los años setenta, en que el volumen diario de actividad era cifrado en 75.000 millones de dólares, se ha pasado a casi 2 billones de dólares en 2004⁴. A efectos comparativos, estas cuantías suponen que el nivel de negociación de la Bolsa de Nueva York (la principal bolsa del mundo) equivale a una media hora del mercado de divisas, mientras que la Bolsa de Madrid no llegaría ni a los dos minutos. En el mercado de divisas no son extrañas operaciones individuales de 200-300 millones de dólares.

¿Cómo podríamos definir el mercado de divisas? Es el mercado, o la estructura organizativa, a través de la cual se compran o venden las diferentes monedas, de tal forma que una transacción en dicho mercado supone la compra o la venta de una moneda contra otra, a un determinado precio, que se denomina *tipo de cambio* (*exchange rate*).

³ Este epígrafe ha sido realizado por Pablo Castellanos García, Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de A Coruña, responsable de la docencia en esta materia.

⁴ Datos tomados de BIS (2004), que es la fuente básica de los datos estadísticos recogidos a lo largo de la mayor parte de este capítulo.

En la segunda mitad de la década de los noventa, el volumen diario de actividad llegó a sobrepasar los 3 billones de dólares. El nacimiento de la UEM en Europa supuso una disminución de alrededor del 8% en dicho volumen como consecuencia, sobre todo, de la desaparición del marco alemán.

El tipo de cambio y la determinación del mismo es una de las cuestiones más importantes en los mercados financieros. Es, quizá, el precio que afecta a una mayor parte de decisiones y variables en los mismos. Por ejemplo, la variación del tipo de cambio afectará tanto a la actividad comercial de un determinado país (y, por lo tanto, a sus unidades productivas) como a la repatriación de los beneficios de una empresa con plantas de producción en el extranjero, a las propias decisiones de expansión, o a la inversión puramente financiera (ya sea en renta variable o fija). El efecto que tiene el tipo de cambio en las decisiones empresariales, de inversión, o políticas, hacen que su estudio, y el del mercado de divisas en general, resulten claves para el entendimiento y análisis de la economía y las finanzas.

En sentido estricto, no se debe confundir el mercado de divisas con el de monedas en su estado físico. El concepto de *divisa* resulta complicado de especificar, porque no existe una “definición oficial”. No obstante, en la práctica suelen manejarse dos definiciones:

1. *Divisa en sentido amplio*: depósitos bancarios nominados en una moneda extranjera y documentos que dan derecho a disponer de dichos depósitos (cheques, etc.) + billetes en moneda extranjera. Todo ello, en poder de residentes.
2. *Divisa en sentido estricto*: comprende únicamente el primer sumando del punto anterior (es decir, se excluyen los billetes en moneda extranjera, que pasan a ser considerados como un mercancía⁵, más bien que como un medio de pago).

En suma, podría definirse de forma genérica a las divisas como: medios de pago, en lo fundamental depósitos bancarios a la vista, nominados en moneda extranjera y mantenidos por los residentes de un país⁶.

Hechas estas precisiones, en el siguiente epígrafe estudiaremos las funciones y naturaleza del mercado de divisas. A continuación, se describirán los agentes participantes en dicho mercado y los segmentos del mercado de divisas y las características más importantes de cada uno. Con posterioridad, son abordadas diversas cuestiones relacionadas con la expresión de los tipos de cambio. Finalmente, se trata la relación entre los tipos de cambio *forward* y *spot* y los tipos de interés.

2.2.1. Funciones y naturaleza del mercado de divisas

El mercado de divisas, como cualquier otro mercado, cumple dos misiones fundamentales: 1) intercambiar los productos, en nuestro caso, las monedas de los diferentes países; y 2) fijar los precios de los mismos.

⁵ Pues deben ser manipulados físicamente (hay que contarlos, transportarlos, custodiarlos...) y, además, están sujetos a deterioro y riesgo de pérdida. Estas circunstancias suponen unos costes añadidos para las entidades participantes en los mercados de divisas, costes que justifican que en ocasiones existan diferencias entre la cotización no sólo de los billetes y las restantes divisas, sino incluso entre los billetes grandes y los pequeños, como es frecuente en el caso del dólar estadounidense.

⁶ No se consideran, por lo tanto, como divisas activos financieros tales como las acciones, las obligaciones, los pagarés, las letras de cambio o cualquier otro medio de expresión de un crédito, ni tampoco las cuentas de no residentes, aunque estén denominados en moneda extranjera.

Más específicamente, podemos señalar tres funciones básicas que cumple el mercado de divisas:

1. Función de liquidez, facilitando los medios de pago necesarios para las transacciones. Esta función está ligada tanto al comercio exterior como a los movimientos internacionales de capitales, y se trata de la función originaria y primordial del mercado de divisas: de no existir éste, no serían factibles las transacciones económicas que tengan lugar en un entorno de homogeneidad monetaria (como sería el caso de la UEM), sino que sean dos o más monedas distintas las que confluyan. Está asociada tanto al mercado “de contado” como al de “a plazo”⁷.
2. Función de seguro de cambio, permitiendo a los agentes económicos eliminar el riesgo proveniente del aplazamiento en el pago de un bien o servicio. Está asociada al segmento “a plazo” del mercado. Teniendo la posibilidad de vender (comprar) una divisa a un precio determinado a una fecha futura, el exportador (importador) sabrá lo que recibirá (pagará), es decir, el coste de la operación. Con ello se elimina el riesgo de cambio, es decir, el asociado a la apreciación (depreciación) de la moneda nacional frente a otras divisas.
3. Función de crédito, proporcionando financiación. Está también asociada al mercado “a plazo”.

En síntesis, podríamos caracterizar la naturaleza de los mercados de divisas señalando que se trata de unos mercados interbancarios, regulados, sin un emplazamiento físico determinado, continuos, muy concentrados, muy volátiles y fuertemente apalancados:

1. Son interbancarios porque los intermediarios son entidades crediticias, que operan por cuenta propia o ajena.
2. Son regulados (organizados) en tanto en cuanto están sujetos a unas normas de general cumplimiento, normalmente emitidas por los bancos centrales. No lo son en el sentido de que exista una institución especializada [como podría ser, por ejemplo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en el caso de la Bolsa española] reguladora de los mismos (son los bancos centrales, como responsables de la política cambiaria, los que deben supervisar su funcionamiento), ni un lugar específico donde se desarrolla la contratación.
3. Son mercados sin un emplazamiento físico determinado⁸ —mercados “difusos” u *over the counter* (OTC)— porque operan desde un ordenador

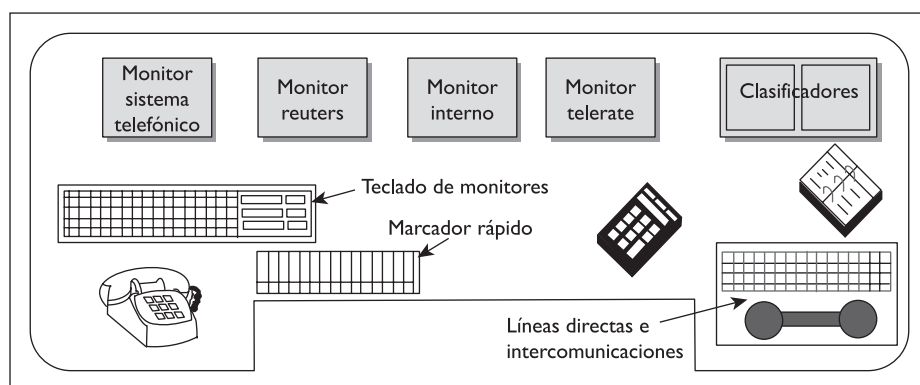
⁷ Estos conceptos los explicaremos posteriormente.

⁸ Los mercados de divisas pueden tener dos tipos de concepciones: 1) una amplia, global, mundial, que incluiría todos los centros, personas, instalaciones, etc. que configuran la red de intercambios en divisas a escala internacional; y 2) otra acepción más restringida, que se referiría a un determinado centro financiero (Madrid, Londres, etc.). Este nivel de concreción era superior en el pasado, cuando al referirse, por ejemplo, al mercado de divisas de Madrid se mencionaba un determinado emplazamiento físico, la planta principal del Banco de España, donde se reunían diariamente las entidades delegadas (esto es, las entidades autorizadas a operar en divisas) y el propio Banco de España para establecer los tipos de cambio en las diferentes divisas contratadas en el mismo. Este mercado con emplazamiento físico desapareció en 1991, siendo sustituido por un sistema electrónico de precios en el cual publican sus cotizaciones las entidades que operan en él. Hoy el mercado de divisas de Madrid vendría configurado por la red formada por todo el conjunto de instituciones financieras, terminales, ordenadores, teléfonos, faxes, etc., que operan con divisas en Madrid.

y con comunicación telefónica, sin limitación de fronteras, al menos para aquellos mercados liberalizados, es decir, sin limitación entre operadores residentes y no residentes. El sistema de confirmación de operaciones y de liquidación de saldos es operado por una sociedad cooperativa, con sede en Bruselas, llamada SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*). Cada intermediario entra a través de una clave en el sistema informático, localizado en lo que se denomina “sala de cambios” o *dealing room*, con tantas terminales como operadores o cambistas, que siguen normalmente una divisa cada uno.

Cada operador suele tener ante sí cuatro pantallas (Gráfico 2.1), de las que una corresponde al sistema telefónico (a base de números y páginas que se activan digitalmente) y otras a los sistemas *Reuters* y *Telerate* que muestran precios (de contado y a plazo), noticias en general... En dichas pantallas está incorporado el sistema mediante el que se opera con los bancos (SWIFT).

Gráfico 2.1. Una típica mesa de un operador en divisas.



4. Son continuos. El mercado de divisas está abierto las 24 horas del día para cualquier usuario, siempre que opere con un banco que mantenga un servicio de guardia de 24 horas o que disponga de cuentas en varios centros geográficos diferentes. Los mercados de divisas suelen ajustarse al horario bancario de cada país⁹, pero muchos bancos ofrecen sus servicios durante 24 horas seguidas y ejecutan las órdenes de sus clientes en diferentes mercados. En algún lugar del planeta, los centros financieros están abiertos al negocio, y los bancos y otras instituciones están intercambiando divisas día y noche, hora a hora, interrumpiendo únicamente sus actividades los fines de semana.

Como consecuencia de lo señalado, si, por ejemplo, en España un empresario ordena la compra de 500 millones de yenes, normalmente

⁹ En España, el mercado abre a las 9:00 horas y cierra a las 18:00 horas. En general, la franja horaria de los mercados de divisas se corresponde en buena parte con el horario de actividad de sus respectivas bolsas.

La actividad es especialmente intensa cuando están abiertos tanto los mercados estadounidenses como los principales de Europa —es decir, cuando es por la mañana en Nueva York y por la tarde en Londres.

dicha orden terminará en Londres si se recibe en horas bancarias europeas, al ser Londres el principal mercado europeo para el yen/euro. El banco español del cliente contactará con varios bancos en Londres y cerrará contra el que le ofrezca el mejor precio. Si el cliente llamara después de que Londres haya cerrado, el servicio de guardia del banco español contactaría con bancos en Nueva York, y si lo hace después de que Nueva York haya cerrado, dirigirá la orden a Tokio o Singapur.

5. Son muy concentrados, en varios sentidos:

- Operativamente, están concentrados en muy pocas monedas: dólar estadounidense¹⁰ (89% de las transacciones), euro (37%), yen (20%), libra esterlina (17%) y franco suizo (6%). Todas las monedas cotizan respecto al dólar y sobre él pivota todo el sistema y el mercado, es la moneda de referencia básica¹¹.
- Espacialmente, pues son muy pocos los centros financieros realmente de peso en el mercado. Londres es el mayor mercado de divisas a nivel mundial, con alrededor del 31% del volumen global; le sigue a distancia Nueva York, con alrededor de 19%, y Tokio es el tercero con el 8%. Así, en conjunto, los tres mayores mercados representan aproximadamente el 58% del total.
- En cuanto al número de operadores que intervienen activamente en los mismos y fijan los precios. De entre los miles de agentes que operan con divisas en cualquier parte del mundo, menos de trescientos son significativos en el mercado, y casi dos tercios del total del volumen de actividad corresponden a transacciones entre los propios intermediarios.

6. Son muy volátiles, mucho más que cualquier otro mercado financiero (los precios cotizados varían unas 20 veces por minuto, y se estima que los tipos de cambio más activos a nivel mundial pueden alterarse una vez cada 5 segundos). Esta característica obedece a varios factores, que concurren simultáneamente: funcionamiento continuado de los mercados de divisas, mayor frecuencia de transacciones a corto plazo, predominio de las operaciones de carácter especulativo (suponen entre un 90-98% del volumen total)...

Entre otras consecuencias, tal volatilidad hace imprescindible la celeridad en la ejecución de operaciones (el establecimiento de comunicaciones entre operadores oscila típicamente entre 10 y 90 segundos)

¹⁰ En lo sucesivo, para abreviar, utilizaremos la denominación "dólar", a secas, cuando queramos referirnos al dólar de EE.UU.

¹¹ El amplio uso del dólar refleja su sustancial papel internacional como: (i) moneda de inversión en muchos mercados de capitales; (ii) moneda de reserva mantenida por muchos bancos centrales; (iii) moneda de transacción en muchos mercados bursátiles; (iv) moneda de facturación en muchos contratos; (v) moneda de intervención empleada por las autoridades monetarias en operaciones en el mercado para actuar sobre sus propios tipos de cambio; y (vi) moneda vehículo en las transacciones de divisas (para muchos pares de monedas, la práctica habitual en el mercado es intercambiar cada una de ellas con una tercera moneda común como vehículo, que actúa a modo de comodín o numerario, mejor que intercambiar ambas monedas directamente una con la otra: por ejemplo, un operador que desee cambiar coronas suecas a pesos filipinos, venderá coronas por dólares y luego venderá los dólares por pesos filipinos). El empleo de una moneda vehículo reduce considerablemente el número de tipos de cambio con los que se debe operar en un sistema multilateral, proporcionando las ventajas de un menor número de mercados, más amplios y más líquidos con menores saldos de divisas, necesidades de información más reducidas y operaciones más simples.

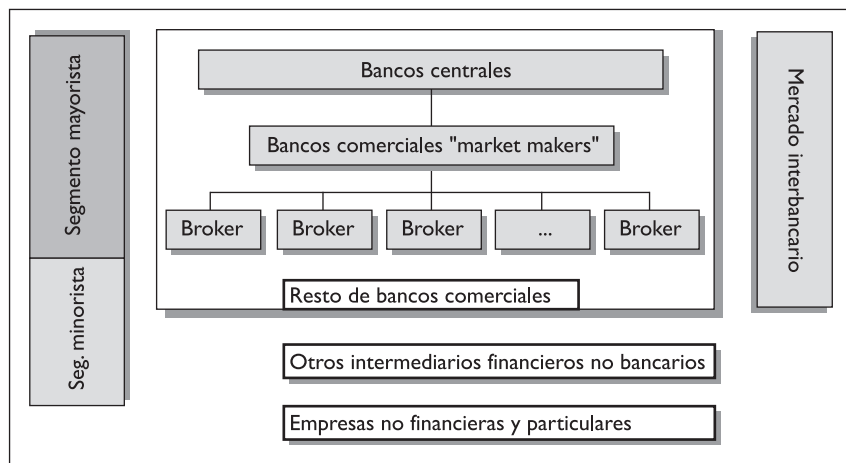
y el contar con información a tiempo real (la información de la prensa escrita y de las webs financieras tiene un valor muy limitado).

7. Son fuertemente apalancados. Los inversores suelen tomar posiciones muy elevadas endeudándose, confiando en que el mercado se mueva a su favor.

2.2.2. Participantes y segmentos en los mercados de divisas

Los *participantes* en los mercados de divisas:

Gráfico 2.2. Estructura del mercado de divisas por agentes¹².



A. Bancos comerciales

Actúan en el mercado de cambios como intermediarios para sus clientes y también por cuenta propia (son, pues, *dealers*), con tres objetivos básicos: ofrecer un servicio a sus clientes, administrar la “posición” de los bancos, para alcanzar su nivel óptimo, y obtener un beneficio.

La “posición” es el saldo resultante de las compras y ventas de una determinada divisa. Si dicho saldo es igual a cero (Σ cobros = Σ pagos), se dice que es “cerrada”; en caso contrario, la posición se dice que es “abierta”. A su vez, una posición abierta puede ser de dos tipos: “larga” (Σ cobros > Σ pagos) o “corta” (Σ cobros < Σ pagos). Obviamente, la posición es determinante de cara al riesgo cambiario: una posición “cerrada” implica que no existe dicho riesgo en absoluto, mientras que una posición “abierta” (sea “corta” o “larga”) lleva siempre aparejado el mismo. De ahí que los bancos tengan que controlar sus posiciones en divisas.

Por su parte, los beneficios proceden fundamentalmente de los diferenciales (*spreads*) entre el tipo de cambio comprador y el vendedor, de las comisiones y del *float* o beneficio derivado del tiempo que el banco tiene a su disposición los fondos que recibe de un cliente que desea convertirlos en otra moneda.

¹² Al mercado interbancario se le denomina también mercado *interdealer*. A veces se incluye bajo esta denominación únicamente al segmento mayorista.

Dentro del grupo de los bancos comerciales, ocupan un lugar muy destacado los denominados *market-makers* o creadores de mercado, un conjunto de grandes bancos multinacionales (Deutsche Bank, J. P. Morgan, Citigroup, etc.) que están dispuestos a cotizar una horquilla de compra-venta para transacciones de elevado importe (10 millones de dólares o más). En conjunto, estas entidades abarcan más del 55% del total de operaciones del mercado de divisas.

Las transacciones inferiores a 10 millones de dólares no llegan a los *market-makers*, sino que son atendidas por *dealers* ordinarios que cotizan compras o ventas a partir de 1 millón de dólares. Las operaciones “minoristas”, es decir, cuyo importe es menor que 1 millón de dólares, suelen ser servidas por los bancos directamente a cargo de su “inventario” o “posición”, sin salir al mercado.

B. Brokers

Los *brokers* o comisionistas actúan como intermediarios entre las instituciones bancarias¹³. En el mercado de divisas, las grandes empresas, los bancos menores regionales o los particulares no tienen acceso directo a los *brokers*.

Una de las labores principales de los *brokers* es la de informar a sus clientes sobre la situación del mercado. Normalmente, son los propios clientes quienes solicitan información, al hilo de las operaciones que efectúan en cada momento; sin embargo, a los más importantes se les tiene al tanto de cualquier acontecimiento que se considere de interés, aunque no lo hayan solicitado expresamente.

Cuando un banco desea comprar o vender una moneda en determinadas condiciones, puede comunicárselo a alguno de los *brokers* especializados en esa divisa, el cual tanteará el mercado sin revelar la identidad del banco que le consulta. Si las condiciones definitivas son aceptadas por el cliente, pone en contacto a las dos partes confirmándoles el acuerdo y los gastos que entraña (entre ellos, lógicamente, está la comisión del propio *broker*).

La actuación a través de *brokers* permite, gracias a su anonimato, operar en el mercado de divisas sin anticipar a los demás participantes en el mismo la estrategia del cliente. Asimismo, puede servir para tantear el pulso del mercado en momentos en los cuales no se observa una tendencia clara en las cotizaciones: se puede utilizar a un *broker* para simular una intención de compra o venta a un precio determinado, y ver qué respuesta da el mercado a este “farol”, para actuar luego en consecuencia.

C. Bancos centrales

En lo concerniente al mercado de divisas, desempeñan tres funciones básicas: control del mercado, intervención en el mismo (en su caso) y gestión de sus reservas.

La función de control ha sido ya mencionada anteriormente, al analizar las características que definen la naturaleza del mercado de divisas.

¹³ No es imprescindible recurrir a ellos: los *market-makers* se pueden poner en contacto unos con otros directamente (a través del teléfono, por ejemplo).

En cuanto a la intervención, se refiere a la responsabilidad de mantener el valor de la moneda doméstica frente a otras divisas, responsabilidad que es aplicable no sólo en países cuya moneda está adscrita a sistemas de tipos de cambio fijos, sino también en aquellos que aun estando bajo regímenes de tipos de cambio flexibles, siguen una flotación “sucia”, de modo que los bancos centrales actúan comprando o vendiendo las divisas con respecto a las cuales la moneda local experimenta tensiones¹⁴. Por último, la gestión de las reservas está vinculada a las tareas de administración y control de la oferta monetaria por los bancos centrales.

D. Empresas no financieras

En la gran mayoría de los casos, se trata de agentes cuya actividad principal no es el mercado de divisas, pero que en sus operaciones tienen que utilizar diferentes monedas como consecuencia de actividades de exportación/importación derivadas del comercio exterior o de movimientos internacionales de capitales. No obstante, hay otros agentes cuyo negocio es el mercado de divisas en sí mismo: es lo que sucede con los especuladores y con los arbitrajistas.

Los especuladores obtienen sus ganancias dependiendo de las variaciones de los tipos de cambio en el tiempo. Un especulador asume riesgos y actúa según sus expectativas.

Así, por ejemplo, si, esperando una apreciación de la divisa norteamericana, hoy compra dólares al precio de 1,5000 euros por dólar, y dentro de un mes puede venderlos a un tipo de cambio de 1,5300 euros por dólar, habrá ganado tres céntimos de euro por cada dólar invertido en esta operación. Si, por el contrario, dentro de un mes el tipo de cambio fuese de 1,4600 euros por dólar, perdería cuatro céntimos de euro por cada dólar que quisiese vender.

Los agentes principales que actúan en movimientos especulativos son entidades financieras que operan en el ámbito internacional y gestionan elevados volúmenes de dinero en forma de fondos de inversión, fondos de pensiones, etc.

En la literatura, hay un amplio debate en torno a las implicaciones para el mercado derivadas de la actuación de los especuladores, planteándose dos perspectivas:

- Especulación desestabilizadora: si una moneda se deprecia (aprecia), los especuladores venderán (comprarán) la misma, con lo cual acen-tuarán su depreciación (apreciación).
- Especulación estabilizadora: si una moneda se deprecia (aprecia), los especuladores comprarán (venderán) la misma, con lo cual frenarán su depreciación (apreciación).

En cuanto a los arbitrajistas, obtienen sus ganancias dependiendo de la variación del tipo de cambio en el espacio (distintos centros financieros), pero en el mismo momento del tiempo y sin correr ningún riesgo.

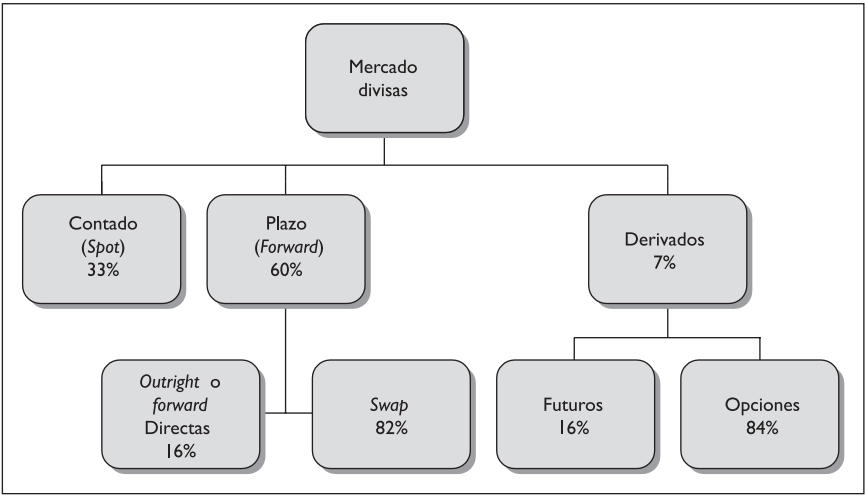
¹⁴ Actualmente, buena parte de los bancos centrales, como la Reserva Federal estadounidense y el propio BCE aplican políticas de *benign neglect* en cuanto al tipo de cambio de sus monedas; es decir, el principio básico es la no intervención de estos *policymakers* en los mercados de divisas, permitiendo así la libre formación de los precios.

Así, por ejemplo, si el tipo de cambio en Londres es de 1,5000 dólares por euro y en el mismo momento del tiempo el tipo de cambio en Nueva York es de 1,6000 dólares por euro, un arbitrajista por cada 1,5 dólares invertidos podría comprar un euro en Londres y, acto seguido vender ese euro en Nueva York, obteniendo 1,6000 dólares. Ha empezado con 1,5 dólares y termina con 1,6 dólares. Por tanto, ha ganado 10 centavos de dólar, y todo ello sin arriesgar nada¹⁵.

Los arbitrajistas contribuyen a evitar la fragmentación del mercado, haciendo que los precios tiendan a converger (en el ejemplo anterior, se puede deducir fácilmente, por la ley de la oferta y la demanda, que el tipo de cambio tendería a aumentar en Nueva York y a disminuir en Londres).

Respecto a los *segmentos* en los mercados de divisas, como puede observarse en el Gráfico 2.3, la mayor parte del volumen en el mercado de divisas corresponde a operaciones *forward*, en contraste con las correspondientes a derivados, cuyo papel, en términos relativos, es muy reducido¹⁶.

Gráfico 2.3. Segmentos del mercado de divisas.



Una operación de divisas al contado o *spot* es una compra-venta donde la liquidación o entrega efectiva de las divisas se realiza en un plazo no superior a dos días laborables.

Una operación de divisas a plazo o *forward* directa (u *outright*) es una compra-venta donde la liquidación tiene lugar en un periodo de tiempo de tres días o más (generalmente a un mes, dos, tres, seis y doce).

Los *swaps* o permutas de divisas consisten en la venta (compra) simultánea de una divisa al contado y la compra (venta) de dicha divisa en el mercado a plazo. Son operaciones parejas a los “repos” de activos financieros.

¹⁵ Realmente, existen diversos tipos de arbitraje: bilateral, triangular, de paridad cubierta de intereses... El caso planteado aquí es el más sencillo, correspondiente al denominado “arbitraje bilateral”.

¹⁶ Por esta razón y, adicionalmente, la de que en este manual se dedica un capítulo específico al análisis del mercado de derivados, aquí no se abordará dicho segmento, ciñéndonos en exclusiva a las operaciones *spot* y *forward*.

2.2.3. Expresión de los tipos de cambio

2.2.3.1. Aspectos generales

En la contratación internacional, en las pantallas electrónicas (*reuters*, etc.) las divisas se suelen identificar mediante unos códigos normalizados que constan de tres letras (códigos ISO), de las cuales por regla general las dos primeras se corresponden con el nombre del país y la tercera con la denominación de la moneda, todo ello en inglés. Ejemplo: dólar estadounidense, USD (*United States Dollar*).

Cuando los operadores negocian verbalmente entre sí suelen utilizar apodos. Ejemplo: dólar estadounidense, *Buck* o *greenbuck*.

El tipo de cambio es el precio de una moneda (moneda base) en términos de otra (moneda variable). Representa el número de unidades de la moneda variable que es preciso entregar para obtener una unidad de la moneda base. La convención usual al expresar la cotización del tipo de cambio entre dos divisas es poner la moneda base primero y después la moneda variable.

Por ejemplo, el tipo de cambio entre el dólar y el yen se escribe como USD/JPY (tipo de cambio dólar-yen, tipo de cambio del dólar frente al yen) si se refiere al número de yenes iguales a 1 dólar, pero como JPY/USD (tipo de cambio yen-dólar, tipo de cambio del yen frente al dólar) si se refiere al número de dólares iguales a 1 yen. El código de la divisa escrito a la izquierda (derecha) es la moneda base (variable).

Los tipos de cambio pueden expresarse de dos formas:

- Cotización directa o en términos europeos, en la cual la moneda vehículo (por antonomasia, el dólar) es la moneda base. Ejemplo: un tipo USD/EUR de 0,6477 (es decir, 1 dólar = 0,6477 euros).
- Cotización indirecta o en términos americanos, donde la moneda vehículo es la moneda variable. Ejemplo: un tipo EUR/USD de 1,5439 (esto es, 1 euro = 1,5439 dólares).

En la práctica, se utilizan ambos métodos de cotización, pudiendo establecerse las siguientes reglas generales:

- En el mercado interbancario:
 - Cuando se fijan cotizaciones con respecto al euro, la libra esterlina, el dólar australiano o el dólar neozelandés, lo usual es utilizar el sistema indirecto, de modo que estas cuatro divisas son la moneda base.
 - A excepción de los cuatro casos citados, todos los tipos frente al dólar estadounidense se cotizan siempre con el dólar como moneda base (sistema directo).
- En el mercado de futuros:
 - Las cotizaciones frente al dólar estadounidense normalmente toman a dicha divisa como moneda variable (método indirecto).
- En otros casos:
 - No existe una convención universal.

Dado que el tipo de cambio puede establecerse de dos formas, la interpretación que deba darse a las variaciones del mismo¹⁷ diferirá en su significado:

- En el sistema directo, si el tipo de cambio aumenta (disminuye), la moneda variable se deprecia (aprecia) y la moneda base se aprecia (deprecia).
- En el sistema indirecto, las variaciones hay que entenderlas al revés que en el caso anterior.

Deben utilizarse conceptos precisos (apreciación, depreciación) y evitar los ambiguos como, por ejemplo, “caída del tipo de cambio”, dado que tienen significados distintos en función del sistema utilizado. Igualmente, aunque el significado económico es análogo, resulta importante distinguir los binomios apreciación/revaluación y depreciación/devaluación: el mercado aprecia o deprecia (sistemas de tipos de cambio flexibles), mientras que los bancos centrales devalúan o revalúan (sistemas de tipos de cambio fijos). Expresiones tales como, por ejemplo, “en las últimas semanas, el dólar se ha devaluado frente al euro” son totalmente inapropiadas.

Sea cual fuere el sistema de cotización empleado, la presentación de los tipos de cambio de dos divisas incluye por lo general un par de precios¹⁸:

- El de compra (*bid*): precio al que los operadores están dispuestos a comprar la moneda base cotizada contra la moneda variable.
- El de venta (*ask* u *offer*): precio al que los operadores están dispuestos a vender la moneda base cotizada contra la moneda variable.

En el caso de tipos de cambio *forward*, obviamente, debe indicarse, además, el plazo temporal al que se refieren los mismos. Los plazos de maduración de los contratos *forward* aparecen en la prensa financiera, pantallas electrónicas, etc. con vencimientos estandarizados (*standard forward value dates*) (una semana, 30 días, 60 días, etc.), pero ello no obsta para que los agentes económicos puedan solicitar contratos a medida con otros plazos de entrega (*odd maturity dates* o *broken dates*).

El tipo de cambio *forward* (F_t) difiere normalmente del tipo de cambio *spot*. La diferencia se puede expresar de dos formas:

- En términos absolutos, mediante lo que se conoce como “diferencial a plazo”, “puntos swap” o *forward spread*:

$$FS_t = F_t - S$$

Los “puntos swap” son la forma habitual de expresar las cotizaciones entre los profesionales de los mercados *forward*. La otra alternativa (F_t)

¹⁷ La menor cantidad que puede variar un tipo de cambio, recibe el nombre de “pip”, “pipo” o “punto”. Se corresponde con el último dígito de la fracción decimal del tipo de cambio (una diezmilésima de la moneda variable, para tipos de cambio cotizados con cuatro decimales, que es el caso más habitual; en supuestos especiales, como el del yen, que se cotiza con dos decimales, un “pip” será una centésima de la moneda variable).

Así, las variaciones del tipo de cambio, al igual que los tipos de interés, suelen medirse por puntos y no por cambios relativos porcentuales.

¹⁸ A veces se presenta un único valor para cada tipo de cambio. En este caso, estamos ante el tipo medio, obtenido como media aritmética de los correspondientes tipos comprador y vendedor. Por otro lado, debe advertirse que los operadores del mercado suelen expresar las cotizaciones entre ellos con tan sólo las dos últimas cifras decimales de la cotización, sobreentendiendo que la otra parte conoce el resto (conocido como *big figure* o *handle*).

a la hora de expresar los tipos “a plazo” es más corriente en los medios dirigidos al gran público, y se denomina “cotización *outright*” o “precio del seguro de cambio”.

- En términos relativos, a través de la denominada “prima (o descuento) a plazo” o *forward premium*:

$$FP_t = (FS_t / S) \cdot 100$$

ó, alternatively, utilizando el concepto equivalente anualizado o estandarizado:

$$FPS_t = FP_t \cdot T/t = (FS_t / S) \cdot T/t \cdot 100$$

donde T es la base anual (medida en días, meses, etc., en función de en qué unidad de tiempo venga expresado el vencimiento t del contrato *forward*).

Sea cual sea la definición adoptada, el significado económico de la prima (o descuento) a plazo puede tener tres interpretaciones distintas:

- Si FS_t , FP_t o FPS_t son menores que cero, entonces se dice que la moneda variable (base) está “a premio” (“a descuento”).
- Si FS_t , FP_t o FPS_t son mayores que cero, entonces se dice que la moneda variable (base) está “a descuento” (“a premio”).
- Si FS_t , FP_t o FPS_t son iguales a cero, entonces se dice que la moneda variable cotiza “a la par”.

2.2.3.2. Tipos cruzados

Se ha convertido en práctica habitual en el mercado de divisas utilizar el dólar como referencia para la cotización de las demás monedas, dado que es mucho más operativo, normalmente, actuar a través del dólar que en el mercado bilateral entre las dos monedas consideradas, especialmente para operaciones de gran volumen¹⁹.

Sin embargo, los valores entre otras dos monedas pueden ser fácilmente obtenidos a través de sus respectivas cotizaciones bilaterales con el dólar. Estas paridades se conocen como “tipos cruzados” (*cross rates*), que pueden definirse como cualquier tipo de cambio entre un par de monedas distintas al dólar.

Hay dos clases de tipos cruzados:

- Directos o cotizados (*directly traded cross rates*), provienen del intercambio directo entre ambas monedas en el mercado. Ejemplo: tipo de cambio libra esterlina-franco suizo.
- Derivados (*derived cross rates*). Se calculan a partir de las cotizaciones frente al dólar de las dos monedas en cuestión, de acuerdo con las siguientes reglas:
 - Caso I: ambas divisas cotizan “en términos europeos”:
 $Bid \text{ cruzado} = Bid \text{ moneda variable} / Ask \text{ moneda base.}$
 $Ask \text{ cruzado} = Ask \text{ moneda variable} / Bid \text{ moneda base.}$

¹⁹ A estos efectos, recuérdese lo señalado anteriormente al hablar de la utilización de una moneda vehículo.

- Caso II: ambas divisas cotizan “en términos americanos”:
 Bid cruzado = Bid moneda base/ Ask moneda variable.
 Ask cruzado = Ask moneda base/ Bid moneda variable.
- Caso III: ambas divisas cotizan de diferente forma:
 Bid cruzado = Bid moneda variable · Bid moneda base.
 Ask cruzado = Ask moneda variable · Ask moneda base.
Ejemplo: si tenemos los siguientes tipos *spot*:
Dólar/Corona danesa (USD/DKK) 6,9631 – 6,9651
Dólar/Franco suizo (USD/CHF) 1,5005 – 1,5008
entonces, teniendo en cuenta que estamos ante el caso I, el tipo cruzado para la corona danesa frente al franco suizo (DKK/CHF) vendría dado por:
 $Bid = 1,5005/6,9651 = 0,2154$ francos suizos por corona danesa.
 $Ask = 1,5008/6,9631 = 0,2155$ francos suizos por corona danesa.

2.2.4. Relación entre los tipos de cambio *spot* y *forward*:

La teoría de la paridad de tipos de interés

Las cotizaciones a plazo están estrechamente relacionadas con los diferenciales de los tipos de interés en los distintos mercados. Así, la prima o descuento de una moneda respecto de otra, siempre que no existan interferencias sobre el libre movimiento de capitales, tenderá a ajustarse a las diferencias entre los tipos de interés de los dos países: si el tipo de interés de una moneda sube respecto al de otra divisa, se querrá comprar activos financieros nominados en esa moneda. Para poder hacer esto habrá que comprar previamente la moneda en cuestión, fortaleciendo así su tipo de cambio. En este sentido, las divisas que cotizan “a premio” tendrán unos tipos de interés más reducidos que aquellas que cotizan “a descuento”. La relación entre los tipos de cambio al contado, a plazo y los tipos de interés, se conoce como teoría de la paridad de tipos de interés y matemáticamente puede expresarse así:

$$i - i^* = FPS_t$$

donde i e i^* son los tipos de interés de las monedas variable y base, respectivamente²⁰.

A partir de esta teoría, se pueden obtener las siguientes expresiones alternativas, que vinculan los tipos de cambio *forward* con los tipos *spot* y los tipos de interés:

$$F_t = S \cdot \frac{1 + i \cdot t/T}{1 + i^* \cdot t/T}$$

$$FS_t = S \cdot \frac{(i - i^*) \cdot t/T}{1 + i^* \cdot t/T}$$

Los resultados obtenidos a partir de las dos expresiones del párrafo anterior son valores de equilibrio, que pueden coincidir o no en un momento

²⁰ La teoría de la paridad de interés sirve para explicar el comportamiento de los tipos de cambio a corto plazo. A largo plazo, los tipos de cambio dependen fundamentalmente del diferencial entre las tasas de inflación de los distintos países, a través de lo que se conoce como teoría de la paridad de poder adquisitivo (PPA).

dado con los cotizados realmente en los mercados de divisas. Si no se cumplieran dichas igualdades, se podrían obtener beneficios sin riesgo mediante la técnica conocida como “arbitraje de intereses con cobertura”. La actuación de los arbitrajistas forzaría a que los tipos de mercado terminasen por ajustarse a los valores de equilibrio.

Ejemplo: supongamos que el tipo de interés del dólar a seis meses fuese del 5% y el del euro del 3%, el tipo de cambio *spot* 1,0888 dólares por euro y el *forward* a un año cotizado en el mercado fuera 1,1200 dólares por euro.

Con estos datos, tendríamos que el tipo *forward* de equilibrio valdría:

$$F_6 = \frac{1 + i \cdot 6/12}{1 + i^* \cdot 6/12} = 1,0888 \cdot \frac{1 + 0,05 \cdot 6/12}{1 + 0,03 \cdot 6/12} = 1,0995 \text{ dólares por euro.}$$

Como puede apreciarse, el tipo cotizado en el mercado (1,1200) difiere del de equilibrio (1,0995), pudiendo decirse en este caso que el dólar está barato con relación al euro (1 euro vale en el mercado 1,1200 dólares, cuando en situación de equilibrio debería valer 1,0995 dólares), con lo cual, para aprovechar las posibilidades de arbitraje de intereses con cobertura, deberíamos endeudarnos en dólares, convertirlos en euros e invertir en Europa. De esta forma:

1. Pediríamos prestados dólares, por ejemplo 1.000 USD, a devolver a los 6 meses, al 5%, con lo cual tendríamos que reintegrar $1.000 \cdot (1 + 0,05 \cdot 6/12) = 1.025$ USD.
2. Cambiaríamos por euros, en el mercado *spot*, los dólares obtenidos en el punto anterior:

$$1.000 \text{ USD} \div 1,0888 \frac{\text{USD}}{\text{EUR}} = 918,44 \text{ EUR}$$

3. Colocaríamos los euros obtenidos en el punto anterior en Europa, al 3%, durante 6 meses, con lo que obtendríamos al final: $918,44 \cdot (1 + 0,03 \cdot 6/12) = 932,22$ EUR.
4. Venderíamos en el mercado *forward* el montante del punto anterior, al tipo 1,1200 dólares por euro, con lo que percibiríamos al cabo de 6 meses:

$$932,22 \text{ EUR} \cdot 1,1200 \frac{\text{USD}}{\text{EUR}} = 1.044,09 \text{ USD}$$

Teniendo en cuenta en el punto 1 y el punto 4, como resultado obtendríamos un beneficio de $1.044,09 - 1.025 = 19,09$ USD.

Los beneficios potenciales derivados del arbitraje son, no obstante, efímeros: si los agentes son racionales y no hay restricciones para operar en los mercados en divisas, el dólar tendería a depreciarse al contado (punto 2) y a apreciarse a plazo de 6 meses (punto 4), y lo contrario ocurriría con el euro, obviamente. Las fuerzas del mercado forzarían, pues, a que se redujese la cotización *forward* desde 1,1200 dólares por euro hasta irse aproximando a 1,0995 dólares por euro, de modo que las oportunidades de arbitraje desaparecerían. La actividad de los arbitrajistas ayuda a que los niveles de los tipos de cambio tiendan a alcanzar los valores de equilibrio.

2.3. El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones

La Deuda Pública se negocia en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. El artículo 55 de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, que reforma la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, determina que el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tendrá por objeto exclusivo la negociación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por el Estado, por el Instituto de Crédito Oficial y, a solicitud de ellos, por el Banco Central Europeo, por los bancos centrales nacionales de la Unión Europea o por las comunidades autónomas, así como, siempre que lo autorice el Ministro de Economía y Hacienda, a solicitud del emisor, por bancos multilaterales de desarrollo de los que España sea miembro, por el Banco Europeo de Inversiones o por otras entidades públicas, en los supuestos que reglamentariamente se señalen.

Este mercado sirve como mecanismo para satisfacer parte de las necesidades públicas de financiación, a la vez que permite llevar a cabo operaciones de política monetaria a través del mercado secundario, mediante la inyección o el drenaje de liquidez.

2.3.1. Participantes en el Mercado de Deuda Pública

El Banco de España tiene la consideración de organismo rector del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Entre sus funciones está la supervisión de la transparencia, además de la prestación de Servicio de Tesorería y Agente Financiero de la Deuda Pública y el establecimiento de normas, destinadas a regir las transacciones que realicen todos los miembros. El Banco de España y el Tesoro determinan las regulaciones específicas que afectan a las entidades participantes y evalúan su actividad. El Banco de España, a través de las Cuentas Directas realiza, desde 1990, las funciones de entidad gestora para las personas físicas o jurídicas residentes que opten por mantener sus tenencias de deuda en el propio Banco de España.

Existen varios emisores en el Mercado de Deuda Pública Anotada, siendo el Tesoro Público el más importante tanto por volumen negociado como emitido. Con el fin de cubrir parte de sus necesidades de financiación, el Estado emite valores de deuda a través del Tesoro que, como emisor, elabora el calendario de subastas, fija, además, las características y las frecuencias de las emisiones, convoca cada una de las subastas y las resuelve según el procedimiento elegido determinado, también, el volumen y el rendimiento de los valores a emitir.

En el Mercado de Deuda Pública existen una serie de participantes cuya labor es la negociación o la intermediación en la compra de títulos de renta fija anotados, además de la prestación de servicios complementarios, tanto a otros miembros del mercado como a los inversores finales. Su tipología se describe a continuación:

- *Titulares de Cuenta:* son entidades e intermediarios financieros, autorizados para mantener y realizar operaciones sobre Deuda Pública anotada. Exclusivamente pueden operar por cuenta propia, nunca a nombre de terceros, mediante el Servicio de Liquidación del Banco

de España. Entre los requisitos solicitados para adquirir tal condición, figura el tener unos recursos propios de al menos 1,2 millones de euros. El acceso, a la titularidad de cuenta a nombre propio, ha de solicitarse ante el Banco de España, quien remitirá la petición a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, para que ésta, en su caso, proceda a otorgar la condición. Entre las entidades que pueden presentar la solicitud figuran bancos y cajas de ahorros, Sociedades de Valores y de Garantía recíproca o entidades de seguros, entre otros.

- *Entidades gestoras*: tienen como función llevar las cuentas de quienes no están autorizados a operar directamente a través de la Central de Anotaciones. Mantienen una cuenta global que constituye, en todo momento, la contrapartida exacta de tales cuentas, denominadas cuentas de terceros. Asumen también funciones de custodia y registrales. La condición de Entidad gestora es otorgada por el Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta del Banco de España y previo informe de la CNMV. Pueden acceder a esta categoría sociedades y agencias de valores, bancos y cajas de ahorros o cooperativas de crédito, que cuenten con un capital mínimo desembolsado de 0,9 millones de euros y que, posteriormente, tengan unos niveles mínimos de recursos proporcionales a los riesgos asumidos y al nivel de actividad; además de cumplir otra serie de requisitos, muchos de ellos vinculados con características personales de los miembros de su consejo de administración. Las entidades gestoras pueden ser de dos tipos:
 - Entidades gestoras con capacidad plena: pueden realizar todo tipo de operaciones autorizadas con sus comitentes. Ostentan la condición adicional de titulares a nombre propio en la Central de Anotaciones (Iberclear).
 - Entidades gestoras de capacidad restringida: entidades que meramente pueden ofrecer contrapartida, en nombre propio, a sus clientes, en las compraventas al contado. Si carecen de cuenta propia en Iberclear, sus operaciones con terceros están limitadas a la actuación únicamente como comisionistas.

El Tesoro, en la información que pone a disposición de la comunidad financiera a través de su página web, recoge detalladamente los requisitos que han de cumplir los intermediarios anteriormente mencionados, así como los procedimientos para la solicitud, renovación y suspensión de su condición y otras informaciones relevantes a su actividad. Esta misma fuente desvela que existe una nueva regulación, pendiente de aprobación, acerca del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y que plantea cambios en la estructura de los miembros del mercado. El nuevo esquema tratará de desligar el ámbito de liquidación del ámbito de negociación, donde a su vez no habrá distinciones institucionales entre entidades; de manera que la capacidad de las entidades de operar en el mercado no vendrá dada por la clasificación que le otorgue el propio mercado sino por los estatutos de la propia entidad. A partir de la reforma se hablará de Miembros del Mercado, como entidades con facultad para realizar operaciones de compraventa de valores en

el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, según les permita su estatuto jurídico.

- Creadores de mercado: grupo de entidades financieras cuya finalidad última es favorecer la liquidez del Mercado secundario de Deuda Pública y cooperar con el Tesoro en la difusión interior y exterior de la Deuda del Estado. En la citada referencia web del Tesoro se encuentran los requisitos y el procedimiento para poder acceder a la condición de creador de mercado, sus derechos y obligaciones, los criterios para evaluar su capacidad, las circunstancias para la pérdida de esa condición y la lista oficial de creadores de mercado, todo ello referido tanto a los Creadores de Mercado de Letras del Tesoro, como a los Creadores del Mercado de Bonos y Obligaciones del Estado.

Complementaria a la actuación de estos participantes es la actividad de Iberclear. La Central de Anotaciones, gestionada por el Banco de España soportaba autónomamente, el registro contable de los valores negociados en el mercado de Deuda Pública, así como la organización de la compensación y la liquidación de sus operaciones. Si bien, en abril de 2003, nace Iberclear como Depositario Central de Valores español, que se ocupa del registro contable así como de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación tanto en el mercado de Deuda Pública, como en las bolsas de valores españolas, en el AIAF Mercado de Renta Fija y el Latibex. Iberclear es fruto de la fusión de la Central de Anotaciones de la Deuda Española (CADE) y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). Iberclear, nombre comercial de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. pertenece al grupo bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME).

2.3.2. Activos de Deuda Pública

En el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se negocian valores de renta fija, representados mediante anotaciones en cuenta, emitidos por el Estado, por las comunidades autónomas, por el Fondo de Garantía de Depósitos y por empresas o instituciones públicas dependientes del Estado. El principal y mayor emisor de este mercado es el Estado, cuyas modalidades de emisión básicas son las letras del Tesoro, los Bonos del Estado y las Obligaciones del Estado. Con las anotaciones en cuenta se abandonan los títulos físicos a favor de las anotaciones contables. Se exponen, a continuación, las características principales de tales valores.

2.3.2.1. Letras del Tesoro

Se trata de activos de renta fija a corto plazo emitidos al descuento y representados exclusivamente a través de anotaciones en cuenta, por tanto, sin que exista un título físico. Los emite el Estado, a través de la Dirección General del Tesoro, desde junio de 1987, con la puesta en marcha del Sistema de Anotaciones en Cuenta.

Son valores emitidos regularmente, a través de subastas competitivas, en las que el importe mínimo de cada petición es de 1.000 euros y las peticiones por importe superior han de ser múltiplos de 1.000 euros. Al

tratarse de valores emitidos al descuento, su precio de adquisición es inferior al importe que el inversor recibirá en el momento del reembolso. El interés o el rendimiento generado por las Letras del Tesoro está determinado por la diferencia entre el importe recibido en el momento de su venta o amortización y su precio de adquisición.

Por tratarse de valores de renta fija emitidos a corto plazo, las variaciones de su precio en el mercado secundario suelen ser reducidas, de manera que llevan asociadas un escaso riesgo para aquellos inversores que tengan que deshacer sus posiciones antes del vencimiento de sus títulos.

Las Letras del Tesoro se emiten, en la actualidad, a 3, 6, 12 y 18 meses y el objetivo de su emisión es doble: la obtención de fondos para atender a las necesidades estatales de financiación, al tiempo de servir como instrumento regulador de la política monetaria.

2.3.2.2. *Bonos y Obligaciones del Estado*

Los bonos son instrumentos de renta fija a medio plazo y las obligaciones a largo plazo. El Tesoro emite bonos a tres y cinco años y obligaciones a 10, 15 y 30 años.

A diferencia de las Letras del Tesoro, que pagan sus intereses al vencimiento (emitidas al descuento), los Bonos tienen un rendimiento explícito, es decir, son activos que devengan un tipo de interés fijo, abonado mediante cupones anuales. Se representan mediante anotaciones en cuenta.

Se emiten mediante subasta competitiva, donde el valor nominal mínimo a solicitar es de 1.000 euros; las peticiones por importes superiores han de ser múltiplos de esta cifra. Con el objetivo de alcanzar un volumen en circulación elevado, que asegure que los valores sean muy líquidos, las emisiones de bonos y obligaciones se realizan a través de tramos sucesivos.

2.3.2.3. *Strips de Deuda Pública*

El Tesoro comenzó a emitir Bonos y Obligaciones del Estado segregables en julio de 1997, al amparo de lo establecido en la Orden Ministerial de 19 de junio de 1997, por la que se regulan las operaciones de segregación de principal y cupones de los valores de Deuda del Estado. La segregación propiamente dicha, y la negociación de los *strips* resultantes, comenzó en enero de 1998.

Los Bonos y Obligaciones segregables son similares a los Bonos y Obligaciones no segregables en cuanto a frecuencia de cupón, método de emisión, plazos de emisión, etc.; Sin embargo, como su propio nombre indica, los valores segregables o *strips*, pueden ser segregados, es decir, puede adquirirse por separado el principal y cada uno de los cupones a los que da derecho el bono original. De esta manera, la segregación transforma al bono u obligación (activo de rendimiento implícito) en una serie de bonos cupón cero (valores de rendimiento implícito), cuyo valor de reembolso y fecha de vencimiento coinciden con los de los cupones y principal del bono u obligación originario. El inversor podrá adquirir el cupón de un bono, como si fuese un título independiente. La rentabilidad obtenida procede de la diferencia entre el valor de venta o reembolso del cupón y su valor de compra. Del mismo modo que se pueden segregar, es

posible reconstituir el activo de deuda originario a partir de los elementos procedentes de su segregación.

Las operaciones de segregación y reconstitución sólo las podrán cursar los creadores de mercado, con órdenes por un importe nominal mínimo de medio millón de euros, siendo los importes adicionales múltiples de 100.000 euros. Los miembros del Mercado de Deuda Pública no autorizados a cursar órdenes de este tipo, así como los agentes que no sean miembros del mercado, sólo podrán ser titulares de valores segregados mediante la adquisición de los mismos a entidades autorizadas para segregar.

La posibilidad de segregar los bonos y las obligaciones incrementa la flexibilidad del mercado de renta fija, a la vez que se aumentan las posibilidades de inversión. El Tesoro español no emite bonos cupón cero, sin embargo, a través de los bonos segregables, se cubre la demanda de este tipo de activos, sin necesidad de aumentar la gama de valores emitidos. Su existencia incrementa las posibilidades con las que trabajan los gestores de carteras de renta fija.

2.3.2.4. *Deuda del Estado en divisas*

España, como participante activo en los mercados de capitales internacionales, emite deuda nominada en divisa extranjera. La Deuda del Estado en divisas permite acceder a oportunidades de financiación alternativas, ya sean provenientes de la demanda de deuda española desde el extranjero u operaciones de arbitraje de divisas. El Tesoro público está considerado como un emisor soberano dotado del máximo prestigio y solvencia. La deuda soberana española cuenta con la máxima calificación crediticia de las agencias internacionales de *rating*.

La financiación en divisas tiene un papel complementario a la financiación en euros, siendo el peso de la deuda estatal denominada en divisas en torno al 3-4% de la deuda total en circulación. La entrada en vigor del euro contribuyó a reducir la proporción anterior. En la actualidad existe un stock de deuda denominada en euros que originalmente estaba emitida en moneda extranjera (marco alemán y franco francés), y que supone el 6% del total de deuda viva.

Las divisas en las que está denominada la deuda en divisas son, por orden de importancia, yenes, dólares, libras esterlinas y francos suizos. Por su parte, en la composición por instrumentos, destaca el segmento compuesto por instrumentos negociables: eurobonos y notas a medio plazo, siendo menor la participación de préstamos. Existen otra serie de instrumentos, reservados para situaciones de necesidad de fondos, a corto plazo, como el papel comercial y la línea de crédito multidivisa.

2.3.3. *Mercado Primario de Deuda Pública*

El Tesoro emitirá Deuda Pública a través de uno de los siguientes procedimientos, o mediante una combinación de los mismos:

- A través de subastas competitivas, que pueden ir seguidas por un periodo de suscripción pública.
- Mediante una Oferta Pública, una vez comunicadas las condiciones de emisión, excepto, si así se juzga conveniente, el importe a emitir.

- A su disposición estará también la emisión mediante métodos competitivos entre un número restringido de miembros. Se procederá a una subasta restringida a una serie de entidades autorizadas que adquieran compromisos de aseguramiento de la emisión o de contrapartida en los mercados secundarios. El Tesoro, para ello, podrá firmar los convenios y contratos necesarios, además de fijar los criterios específicos para elegir tales entidades.

El Tesoro, con carácter general, emite sus instrumentos de Deuda Pública, en moneda nacional, utilizando como procedimiento de emisión la subasta. La Dirección General del Tesoro y Política Financiera convoca las distintas subastas de cada instrumento de deuda, mediante la correspondiente resolución, donde además anunciará ciertos detalles, en forma de comentarios a cerca del protocolo temporal para acudir a la subasta, características de la deuda emitida, importes, etc.

Hay dos tipos de subastas, al margen de las subastas restringidas:

- Subastas ordinarias: tienen lugar con la periodicidad preestablecida por el Tesoro, de acuerdo con un calendario anual de subastas, publicado a principios de cada ejercicio en el BOE.
- Subastas especiales: se convocan, al margen del calendario mencionado anteriormente, de acuerdo con las oportunidades o necesidades que surjan, tanto para el Tesoro como para el mercado.

Las ofertas que pueden plantearse en las subastas se agrupan en dos tipos:

- Ofertas competitivas: son aquellas en las que se indica el precio que se está dispuesto a pagar, o tipo de interés que se desea recibir, por la deuda que se solicita, expresado en tanto por ciento sobre el nominal, bajo la forma:
 - Letras del Tesoro: tres decimales, siendo el último decimal cero o cinco.
 - Bonos del Estado: dos decimales, se permite cualquier valor entre cero y nueve, para el último decimal.
 - Obligaciones del Estado: dos decimales, siendo el último decimal cero o cinco.

Las ofertas competitivas en las que no se especifique el precio, serán consideradas nulas. El Director General del Tesoro y Política Financiera puede limitar el número y el importe máximo de las ofertas competitivas que cada participante puede presentar en la subasta. Puede también fijar un precio mínimo para la presentación de las mismas.

- Ofertas no competitivas: aquellas en las que no se indica el precio a pujar por la deuda solicitada, sino que se acepta el precio medio ponderado resultante en la subasta. El importe nominal máximo del conjunto de peticiones no competitivas presentadas por cada postor no podrá superar el millón de euros.

El importe mínimo para las peticiones, sean o no competitivas, es de 1.000 euros. Las ofertas por importes superiores, deben ser múltiplos enteros de esa cantidad.

Las ofertas presentadas se clasifican en orden descendente de precios para proceder a la resolución de la subasta, mediante el sistema holandés

modificado, que combina elementos de la subasta holandesa, de precio único con elementos de la subasta convencional, de precios múltiples. El Director General del Tesoro, a propuesta de una Comisión formada por dos representantes de la Dirección General del Tesoro y Política Monetaria y otros dos del Banco de España, determina el volumen nominal o efectivo que se desea emitir, con este dato y con las peticiones presentadas, fijará el precio mínimo aceptado.

La adjudicación de los valores se efectúa, según el Tesoro, mediante el siguiente proceder: las peticiones realizadas al precio mínimo se adjudican a este precio; las peticiones entre el precio mínimo y el precio medio ponderado redondeado pagarán el precio pujado; y las peticiones por encima del precio medio redondeado y las no competitivas pagarán el precio medio ponderado redondeado. Si la Dirección General del Tesoro, así lo estima oportuno, puede resolver la subasta de acuerdo con otro procedimiento que considere adecuado.

Los resultados de la subasta, en cuanto a precios o importes resultantes, se difunden utilizando medios que garanticen una mayor transparencia e igualdad de acceso por parte de los operadores. Concretamente, se publicarán, el mismo día de la subasta, en el BOE, en la página web del Tesoro Público y mediante una nota de prensa a agencias especializadas, como Bloomberg o Reuters.

Existe la posibilidad, desde 1991, de desarrollar una segunda vuelta en las subastas de bonos y obligaciones del Estado. Se trata de una subasta restringida exclusivamente a los creadores de mercado. Se realiza entre la resolución de la subasta ordinaria y las 12:00 horas del segundo día hábil posterior. De cada instrumento subastado se emitirá, como máximo, el 20% del importe nominal adjudicado en la subasta anterior. Sobre esta cantidad, cada creador de mercado presentará sus peticiones, de manera que podrá adjudicársele, como máximo, el importe que resulte de aplicar a la cantidad emitida en la segunda vuelta su coeficiente de participación correspondiente, en las adjudicaciones de las dos últimas subastas. Si bien, el porcentaje del 20% puede aumentarse en un 20% adicional, para aquellos creadores de mercado que el Tesoro considere por su compromiso y capacidad en el mercado de deuda estatal. Las peticiones se adjudican, en su totalidad, al precio medio ponderado redondeado procedente de la fase de subasta.

Los saldos que resulten de la suscripción de activos del Tesoro se abonarán en las cuentas de sus titulares tras la emisión. A partir de este momento, los saldos pueden ser movilizables, mediante operaciones en el mercado secundario o a través de transferencias de valores.

De la misma manera que los valores del Tesoro nacen con su emisión, mueren con su amortización. La Central de Anotaciones procede a abonar el importe nominal, de los saldos de valores amortizados, en las cuentas de tesorería designada como domiciliarias, en la fecha de amortización señalada para cada valor, dando así de baja dicho importe en la cuentas de valores correspondientes. Algunos valores del Tesoro contemplan, en sus condiciones de emisión, la posibilidad de solicitar una amortización voluntaria o una amortización proporcional.

Además de la amortización, existe la figura denominada canje de deuda, utilizada por el Tesoro, discrecionalmente, con el fin de eliminar del mercado las referencias de valores que considere oportuno, en base a la entrega de otros títulos. Las operaciones de canje permiten alterar el perfil de vencimientos de la deuda en circulación y racionalizar su estructura, además se utilizan para desarrollar la profundidad y liquidez del mercado, por ejemplo, eliminando referencias poco líquidas.

2.3.4. Mercado secundario de Deuda Pública anotada

Existe un único secundario de Deuda Pública anotada. Se describe, a continuación, sus tres ámbitos de negociación distintos:

- *Primer escalón o mercado ciego*: se trata de un ámbito de mercado, de carácter mayorista, al que sólo tienen acceso los miembros de mercado de Deuda Pública. Es un segmento de cotización centralizada cuya negociación se realiza a través de alguna de las plataformas electrónicas existentes autorizadas (SENAF, MTS España, EuroMTS, Brokertec). Es el núcleo del Mercado de Deuda Pública y en él destaca la labor de los creadores de mercado, que garantizan la liquidez para el conjunto del mercado, cotizando precios de venta y compra en firme, para los distintos activos, y con reducidos diferenciales.

La negociación en el primer escalón tiene lugar electrónicamente, sin ofrecer información sobre el *dealer* de la contrapartida, lo que preserva el secreto de las estrategias operativas a desarrollar, de ahí su nombre de mercado ciego. En este mercado sólo se puede operar al vencimiento, ya sea al contado o a plazo. No permite las operaciones dobles. El tamaño mínimo de las operaciones es de 5 millones de euros y la liquidación de pérdidas y ganancias se realiza diariamente a precios del día, efectuándose, al vencimiento de las operaciones, los ajustes pertinentes.

- *Segundo escalón*: en la negociación a través del segundo escalón, son los Titulares de Cuenta los que mediante el soporte del Servicio de Liquidación del Banco de España (SLBE) pueden movilizar los saldos que mantienen. Se trata de un sistema de negociación bilateral, directa o intermediada a través de un broker, en el que se puede operar a vencimiento, ya sea al contado o a plazo y con operaciones dobles (repos o simultáneas). En este mercado se pueden negociar títulos públicos todavía no emitidos, pero que lo serán en el futuro. Los miembros de mercado que operen en este segmento comunicarán los términos de las operaciones realizadas al SLBE, para su posterior compensación y liquidación.
- *Negociación con terceros*: comprende las transacciones realizadas entre las distintas entidades gestoras y sus clientes, terceros no miembros del mercado. La importancia del segmento radica, en que es el canal para comercializar la deuda desde los miembros de mercado, que acuden a las subastas en el mercado primario, hacia los particulares, fondos de inversión o de pensiones, empresas no financieras, etc.

En el Mercado secundario de Deuda Pública, se pueden llevar a cabo distintos tipos de operaciones, calificándose su tipología entre operaciones simples, operaciones dobles y operaciones de segregación y reconstitución. Se exponen, a continuación, las características de las distintas operaciones, tal y como las describe el Tesoro:

- Operaciones simples: aquellas en las que la transacción se realiza en una sola operación. Al vender los valores, se transmiten todos los derechos que incorporan: cupones, valores de reembolso, etc. La Deuda se considera transmitida a vencimiento, de forma que el nuevo poseedor puede negociar libremente en el mercado secundario en cualquiera de las formas autorizadas. Dentro de las operaciones de compraventa simples se distinguen:
 - Operaciones al contado: la liquidación se acuerda dentro de los cinco días hábiles siguientes a la fecha en que se contrató la operación.
 - Operaciones a plazo: la liquidación tiene lugar en alguna fecha posterior al quinto día hábil desde que se contrató la operación. Los elementos básicos de la operación (precio pactado, fecha de ejecución, valor nominal, valor efectivo, etc.) han de comunicarse al Banco de España, de manera que no pueden ser modificados con posterioridad.
- Operaciones dobles: aquellas en que las partes contratantes acuerdan cerrar simultáneamente dos operaciones simples, una de compra y otra de venta, ya sea la primera al contado y la segunda a plazo o las dos a plazo. El comprador de la primera operación será el vendedor de la segunda y viceversa. Se trata de operaciones en firme, pactándose el precio de venta y de recompra, a unas fechas determinadas, denominándose la primera fecha valor y la segunda fecha vencimiento. La compraventa temporal da derecho al cobro de los cupones por el poseedor del activo en la fecha de vencimiento del cupón. Dentro de las operaciones dobles, se distinguen dos clases:
 - Operaciones simultáneas: las dos operaciones, la de compra y la de venta, se refieren al mismo tipo de activo y por el mismo importe nominal. El comprador tiene plena disponibilidad de los valores adquiridos, con independencia de la fecha en que se ha contratado la operación de retorno.
 - Repo: a diferencia de las operaciones simultáneas no existe plena disponibilidad de los valores y sólo se pueden realizar transacciones en “repo” hasta antes de la fecha pactada para la retrocesión de los activos. El comprador de un bono en repo tiene derecho a cobrar los cupones devengados durante el plazo de la cesión.
- Operaciones de Segregación y Reconstitución, vinculadas a los *strips* de Bonos y Obligaciones del Estado segregables:
 - La segregación consiste en dar de baja en la Central de Anotaciones un bono segregable, sustituyéndolo por nuevos valores de rendimiento implícito, procedentes de los flujos de caja correspondientes a los cupones y al principal de dicho bono.

- La reconstitución es la operación inversa a la segregación, en virtud de la cual se dan de baja en la Central de Anotaciones todos los valores con rendimiento implícito vivo procedentes de cada uno de los flujos de caja de un bono segregable, dándose de alta, en contrapartida, el citado bono.

2.4. Mercado de Renta Fija Privada

En España, la renta fija privada se negocia en dos mercados bien definidos: el Mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y el Mercado Electrónico de la Bolsa, donde además de algunos valores emitidos por empresas privadas, públicas o semipúblicas, también se negocia la Deuda Pública Anotada en Iberclear.

2.4.1. AIAF

El Mercado de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) es el mercado español en el que tiene lugar la emisión y negociación de los valores de renta fija de empresas e instituciones privadas, y de algunas corporaciones locales y comunidades autónomas. Tiene el carácter de mercado secundario oficial organizado y forma parte del Grupo MF (MEFF-AIAF-SENAF), a su vez integrado, junto con las bolsas españolas e Iberclear, en el Holding bolsas y Mercados Españoles (BME).

Creado en 1987, reconocido como mercado secundario no oficial de valores en el ámbito nacional en 1991, en 1996 fue reconocido como mercado regulado por la Unión Europea. No sería hasta noviembre de 1998, cuando la Ley 37/1998 le otorga la calificación de mercado oficial.

En este mercado, se negocian pagarés de empresa, bonos, obligaciones, cédulas hipotecarias, participaciones preferentes, bonos de titulización, bonos matador y cédulas territoriales, que previamente han sido puestos en circulación en el mercado primario y han sido admitidas a cotización. Quedan fuera de la contratación de este mercado, las emisiones de valores convertibles (bonos y obligaciones convertibles y canjeables) que son exclusivos del mercado de renta fija de la Bolsa. En el AIAF tampoco podrá negociarse la Deuda Pública.

Cuenta con cerca de un centenar de miembros, representativos de la práctica totalidad de los bancos y cajas de ahorro, sociedades y agencias de valores españolas y bancos de inversión internacionales con presencia en España. A continuación, se cita la tipología que puede adoptar un miembros del mercado AIAF, de acuerdo con los artículos 10.1 y 10.2 del Reglamento de AIAF Mercado de Renta Fija:

- Son miembros del Mercado AIAF por derecho propio todos los miembros de la Asociación de Intermediarios Financieros, de conformidad en lo establecido en sus Estatutos.
- Podrán ser miembros del Mercado aquellos que reúnan la condición de sujetos del mercado conforme a la Ley del Mercado de Valores, y las condiciones económicas establecidas por el organismo rector a través de las circulares oportunas.

Los miembros pueden revestir el carácter de miembros en general, y miembros especializados, que podrán ser en las modalidades de negociación con los sistemas de mediadores-brokers especializados y en la de bonos matador.

El AIAF, como organismo rector del mercado, asume, entre otras, las funciones recogidas a continuación:

- Definir y delimitar a los miembros partícipes en el mercado.
- Proceder a la admisión de valores a negociación, además de normalizar las características de los valores admitidos a cotización.
- Determinar los procedimientos de cotización, compensación y liquidación.
- Supervisar el mercado y arbitrar ante controversias entre miembros del mercado.
- Establecer los criterios de información.

El AIAF se encuentra bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y su actividad está regida, además de por el correspondiente Reglamento de Mercado y Circulares Operativas propias, por la Ley del Mercado de Valores de 1988, su posterior reforma de 1998, la Ley 44/2002 de modernización del Sistema Financiero, la orden ministerial de 1 de agosto de 1991, que autoriza el funcionamiento de AIAF como Mercado Secundario Organizado de Valores, además de posteriores órdenes ministeriales que aprueban las modificaciones y actualizaciones del Reglamento de AIAF.

Los órganos de gobierno y administración de AIAF Mercado de Renta Fija se delimitan a continuación:

- En calidad de organismo rector del Mercado figura el Consejo de Administración de la Sociedad AIAF Mercado de Renta Fija.
- El órgano de supervisión y vigilancia del Mercado es la Comisión de Supervisión y Vigilancia.
- La Dirección General y Secretaría General del mercado AIAF, son los órganos técnicos de gestión, asesoramiento, impulso y ejecución.

A continuación, se exponen las principales características del mercado AIAF:

- Se trata de un mercado especializado en renta fija, de carácter mayorista, en el que sólo entidades financieras podrán intervenir por una negociación mínima de 150.000 euros. Los inversores particulares no tienen acceso directo a él.
- Es un mercado secundario, es decir, en AIAF se negocian títulos previamente puestos en circulación por el emisor en el mercado primario y admitidos a cotización.
- Los valores de renta fija negociados deben cumplir determinados requisitos. El emisor solicitará la admisión a cotización de los títulos, previa verificación de la CNMV.
- Es un mercado descentralizado. Los miembros de mercado llevan a cabo sus operaciones a través de sus propios puestos de contratación, y mediante una negociación fundamentalmente telefónica. La negociación en AIAF no se realiza en un lugar físico concreto, ni con la utilización de un medio exclusivo de cotización.

- Se trata un mercado abierto, en el sentido de que pueden acceder a él todo tipo de intermediarios financieros, si bien las operaciones han de realizarse por medio de los miembros del Mercado, que actúan por cuenta propia o bien por cuenta de sus clientes. Los precios fijados en el mercado gozan de difusión pública.
- AIAF es mercado regulado que ha de cumplir con unos requisitos de organización, funcionamiento, admisión a negociación, publicidad y transparencia.
- Iberclear es el encargado de gestionar los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados.
- La negociación con clientes es bilateral, sin embargo la negociación entre los propios miembros puede ser bilateral o a través de contratación electrónica —mediante el SENAF—.

2.4.2. Mercado Bursátil de Renta Fija

Se trata de un Mercado Organizado Oficial, de carácter centralizado, que desde el 1 de octubre de 1991, negocia la Deuda Pública anotada en el Banco de España (Deuda del Estado, algunas comunidades autónomas y determinados organismos públicos) y otros valores emitidos por empresas privadas, públicas o semipúblicas, materializados en anotaciones en cuenta.

Se trata de un mercado de contratación electrónica y continua, de 8:30 a 16:30 horas, con negociación y difusión en tiempo real, donde pueden negociar los miembros de las cuatro bolsas españolas y las entidades adheridas a través de los miembros bursátiles y donde las órdenes se dirigen directamente al mercado de Deuda Pública anotada. Es un mercado de tipo minorista.

Dentro de este sistema electrónico conviven dos formas de negociación:

- *Negociación multilateral*: contratación cuya operativa es resultado del cruce de las diferentes órdenes de compra y venta introducidas por los distintos miembros del mercado. El sistema únicamente acepta órdenes, con una vigencia máxima de 30 días, limitadas a ejecutar a su precio límite o mejor, si bien pueden tener condiciones de ejecución del tipo “volumen mínimo”, “todo o nada” y “ejecutar o anular”. Las órdenes se colocarán en el mercado, según un criterio de doble principio de prioridad, en función del precio y tiempo de introducción, así su negociación se producirá de forma automática en base a su prioridad. En este mercado se visualizan todas las posiciones compradoras y vendedoras así como las negociaciones realizadas, sin embargo no se identifican a los miembros en las posiciones ni en las negociaciones, por lo que se dice que es un mercado ciego o anónimo. A continuación se describen los dos tipos de mercado existentes en esta forma de contratación:
 - Mercado de órdenes: destinado a la negociación de operaciones sin límite de volumen, ni en la introducción, ni en la ejecución de la orden, que se cierran automáticamente en función del mejor precio y del orden de introducción.

- Mercado de bloques: destinado a la negociación de operaciones que exceden un determinado volumen y que pueden ser ejecutadas de una vez o en varias. Este procedimiento no es automático.
- *Negociación bilateral*: la modalidad de negociación bilateral permite que dos partes acuerden los términos de una operación, para posteriormente introducirla en el sistema para su liquidación, si bien el precio no es considerado como oficial. Se distinguen dos modalidades:
 - Operaciones a cambio convenido: realizadas entre dos miembros del mercado, que acuerdan previamente los términos de una operación para introducirla cerrada en el sistema. No existe ninguna limitación de importe para operaciones con activos de Deuda Pública Anotada que se negocien bajo esta modalidad de mercado, sin embargo, el importe de operaciones con activos de Renta Fija, debe ser superior a 150.000 euros.
 - Aplicaciones: el miembro del mercado introduce en el sistema una operación ya casada en la que él mismo interviene la compra y la venta, es decir, que se realiza entre un miembro y su cliente o bien entre dos clientes de un mismo miembro. Esta modalidad está habilitada únicamente para operaciones con activos de Renta Fija, cuyo importe supere los 150.000 euros.

En el mercado bursátil de renta fija, destaca el volumen relativo de la negociación de valores de deuda autonómica. En tres de las cuatro bolsas españolas se encuentra anotada la deuda emitida por su correspondiente Comunidad Autónoma. En la Bolsa de Barcelona se negocia la deuda del mayor emisor autonómico, la Generalitat de Cataluña y el Instituto Catalán de Finanzas con un sistema de negociación similar al mercado de Deuda Anotada. Por su parte, los euskobonos o valores emitidos por el Gobierno Vasco se negocian en la Bolsa de Bilbao, a través del Sistema de Anotaciones en Cuenta del País Vasco (S.A.C.). Los Pagarés de la Generalitat Valenciana se negocian en el mercado de corros de la Bolsa de Valencia, donde también se negocian obligaciones y bonos de renta fija privada emitidos por el Banco de Valencia, Caja de Ahorros del Mediterráneo y Bancaja.

2.4.3. La renta fija privada

El activo de renta fija es aquel valor, emitido por una empresa o institución pública, que representa un préstamo que tales agentes reciben por parte de los inversores. La renta fija se emite con el fin de captar fondos directamente del público, para lo cual, el emisor se compromete a devolver el principal invertido en unos momentos establecidos y a pagar unos intereses, ya sea en forma implícita (activos cupón 0) o de forma explícita, a través del pago de cupones periódicos (fijos o variables) a lo largo de la vida del activo. La renta fija no confiere derechos políticos a su tenedor. El inversor en renta fija se convierte en un acreedor de la Sociedad Emisora y no en un socio propietario de una parte del capital social.

Por renta fija privada, nos referimos al conjunto de valores de renta fija emitidos por empresas del sector privado. Se exponen, a continuación, las características de los principales valores que componen la renta fija privada.

2.4.3.1. Pagarés de empresa

Los pagarés de empresa son activos financieros cupón cero, emitidos al descuento. Su rentabilidad se obtiene a partir de la diferencia entre el precio de compra y el valor nominal del pagaré y se recibe en la fecha de vencimiento del título. Son activos a corto plazo, presentan vencimientos de entre 7 días y 25 meses, si bien los plazos más frecuentes son de uno, tres, seis, doce y dieciocho meses, así como otros vencimientos más cortos, entre una y tres semanas.

Los pagarés de empresa suponen una competencia directa a las Letras del Tesoro, si bien la rentabilidad de los pagarés es algo superior a la de las letras, como consecuencia de las primas de riesgo, liquidez y fiscal. Se emiten, generalmente, al portador, por emisores tanto públicos como privados. Salvo que vayan avalados, no llevan garantía especial del emisor, de manera que la solvencia del emisor es una pieza clave en su colocación.

Los pagarés de empresa son valores de renta fija negociables, también conocidos como papel comercial. El motivo de su emisión suele ser la diversificación de las fuentes de financiación, principalmente las destinadas a cubrir necesidades de circulante. Mediante la rotación continua de los pagarés pueden cubrirse necesidades de financiación a medio y largo plazo.

Adicionalmente, existen los denominados pagarés bancarios, títulos muy similares a los pagarés de empresa pero que han sido emitidos por una caja de ahorros o un banco. Éstos, en ocasiones, ofrecen su futura conversión en acciones.

La emisión de pagarés de empresa puede realizarse de acuerdo con dos esquemas básicos:

- **Seriados**, en serie o por programa: los pagarés son puestos en circulación bajo un programa de emisión, en serie y numerado, y por un importe máximo determinado. La emisión ha de ser registrada y aprobada por la CNMV. Los títulos se adjudican, generalmente, mediante subastas periódicas competitivas, a las que acuden entidades financieras que posteriormente colocan el papel entre sus clientes, a través de su red comercial. Los nominales de los pagarés seriados suelen ser menores de 10.000 euros, ya que sus emisiones, además de a los fondos de inversión, se destinan a los pequeños inversores.
- **A medida**: no requieren ser registradas, ya que surgen de una relación directa entre emisor e inversor. Las partes pactan los términos de la emisión, en cuanto al importe, tipo de interés y plazo.

2.4.3.2. Bonos y obligaciones

Los bonos y las obligaciones son valores de renta fija, emitidos a medio y largo plazo, de tres a cinco años los bonos y a más de cinco años, las obligaciones. Pueden adoptar diferentes modalidades en función de toda una serie de características referidas a la fecha de vencimiento, rentabilidad, periodicidad de los cupones, precios de emisión y amortización, cláusulas de amortización y otras condiciones de emisión, opciones de convertibilidad si las hubiera, la prelación de derechos en caso de liquidación, o las garantías ofrecidas, entre otras. Pueden presentar rendimientos en forma explícita (fijos o variables), implícita (cupón cero) o mixta.

A continuación se describen algunas de las múltiples variedades, de obligaciones y bonos, con las que cuenta el mercado:

- Simples o clásicas: títulos de renta fija, con interés o cupón de carácter constante pagadero de forma periódica, normalmente anual, y amortización a vencimiento. Son valores convencionales de estructura sencilla.
- Indiciadas o referenciadas: títulos cuya rentabilidad se halla ligada a la evolución de un índice, cesta de acciones, etc. De manera que no paga un tipo de interés vía cupón fijo, sino que su retribución es variable.
- Con cláusulas de amortización anticipada: Títulos que presentan la particularidad de incluir una cláusula de amortización anticipada, bien a favor del inversor (*putable bond*), bien a favor del emisor (*callable bond*).
- Convertibles y/o canjeables: la guía de Renta Fija de la CNMV recoge que las obligaciones convertibles o canjeables confieren a su propietario el derecho a cambiarlas por acciones en una fecha determinada. La diferencia entre canje y conversión estriba en que, en el primer caso, la transformación en acciones se realiza mediante entrega de acciones viejas que forman parte de la autocartera del emisor, mientras que en el segundo se entregan acciones nuevas. Hasta el momento de la conversión, el tenedor recibe los intereses mediante el cobro de los cupones periódicos. Con la llegada de la fecha del canje, el inversor podrá ejercitar la opción de conversión, si el precio de las acciones ofrecidas en canje/conversión es inferior a su precio de mercado, o bien mantener las obligaciones hasta la fecha siguiente de opción de conversión o hasta su vencimiento.
- Con warrant: emitidas con un derecho de opción que permite al inversor adquirir acciones de la sociedad emisora a un precio prefijado, normalmente en condiciones más favorables que las de mercado y en unas fechas determinadas. Este derecho es separable, de manera que puede ejercerse o venderse.
- Bonificadas: incorporan algún tipo de beneficio fiscal.
- Participativas: además del pago de un cupón o interés fijo, las obligaciones con participación en los beneficios del emisor incluyen una cláusula que, bajo ciertas condiciones, permite a los acreedores participar en los resultados empresariales a partir de un pago adicional en función de los beneficios que la empresa genere. De esta manera el inversor obtendrá una rentabilidad fija, que será complementada con una parte variable si los resultados de la empresa son favorables.

La emisión de bonos y obligaciones se agrupa en dos grandes modalidades²¹:

- Aseguramiento sindicado: se trata de la modalidad de emisión más común, en la que participan entidades financieras, tanto bancos de inversión como entidades de ámbito comercial. Para llevarlo a cabo se

²¹ ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): "Escuela de Finanzas: El Mercado de Renta Fija Privada". *Actualidad Financiera*. Abril 1997, 95-115.

constituye un sindicato de entidades financieras que se comprometen a proveer el volumen de fondos requeridos por el prestatario en caso de no colocarse la totalidad de la emisión entre inversores finales, a cambio de una remuneración en forma de comisión sobre el nominal de la operación. La canalización de los flujos financieros y la operativa de emisión se encomienda a uno de los componentes del sindicato, el denominado banco agente.

- Subasta: modalidad con menor implantación en el mercado nacional. Para llevarlo a cabo se procede a realizar una serie de subastas competitivas, en ocasiones abiertas a una serie de entidades predefinidas, en la que se reciben pujas (en precio o diferencial) y por volumen, sobre cada referencia. Posteriormente, al igual que en las emisiones de pagarés, el emisor (en ocasiones con la asistencia de un banco agente, que canaliza la operativa de la emisión) procede a ordenar las ofertas por precio y fija un nivel mínimo, el precio o diferencial marginal. Por encima de (o coincidentes con) dicho precio marginal, todas las ofertas son adjudicadas al precio ofrecido y rechazadas las que incorporaban precios inferiores.

2.4.3.3. *Cédulas hipotecarias*

Las cédulas hipotecarias son títulos de renta fija emitidos por entidades de crédito y están respaldadas por la cartera de préstamos hipotecarios otorgados por el propio emisor. Sus características más relevantes son:

- Los tenedores de estos valores son acreedores privilegiados del emisor, pues tienen garantizados tanto el principal como los intereses, por la totalidad de la cartera de préstamos hipotecarios concedidos por el emisor.
- El volumen de cédulas hipotecarias emitidas y no vencidas, por ley, no puede superar el 90% del capital no amortizado de todos los créditos hipotecarios de la entidad aptos para servir de cobertura.
- Suelen emitirse a medio plazo, entre dos y cinco años.
- Cuentan con gran libertad respecto a las características de su emisión, reflejada en la posibilidad de optar entre materialización en títulos físicos o anotaciones en cuenta, títulos nominativos o al portador, emisiones a largo plazo y corto plazo, emisión en serie o a medida, con tipo de interés fijo o variable, etc.
- Sus emisiones, salvo que se efectúen mediante anotaciones en cuenta, no requieren de registro oficial.
- Las entidades emisoras suelen dar liquidez a estos valores, es decir, dan contrapartida de compra o venta a los inversores, siempre que el volumen de valores que tengan en su cartera no supere el límite legal del 5% del volumen emitido. Además cuentan con un mercado secundario.

2.4.3.4. *Bonos hipotecarios*

A diferencia de las cédulas hipotecarias, los bonos hipotecarios están garantizados únicamente por una sola hipoteca o un conjunto específico de préstamos hipotecarios. Así, cada emisión ha de estar vinculada a los

créditos hipotecarios particulares que la garantizan. A continuación se enumeran algunas de características de los bonos hipotecarios:

- Pueden ser emitidos por todas las entidades de crédito.
- Al igual que las cédulas, pueden ser nominativos, a la orden o al portador.
- Los préstamos y créditos que garantizan una emisión de bonos han de reflejarse en una escritura pública.
- Los tenedores de bonos hipotecarios serán acreedores privilegiados, pero únicamente respecto a los créditos afectados a su emisión.
- A la hora de producirse una emisión en serie de bonos, será necesario constituir un sindicato de tenedores de bonos, que se encargará de velar por los intereses de tales tenedores, y de aceptar, o no, el cambio de los créditos y de los préstamos afectados a la correspondiente emisión de bonos.
- Ni su tipo de interés, ni su plazo de vencimiento, podrá superar el de los préstamos o créditos hipotecarios que le sirven de garantía. Los plazos de vencimiento de los bonos hipotecarios son similares a los de las cédulas hipotecarias.
- Poseen un elevado grado de liquidez y son libremente transmisibles.

2.4.3.5. *Participaciones hipotecarias*

Las participaciones hipotecarias suponen la cesión total o parcial de un préstamo hipotecario de una entidad a un tercero, sea otra entidad financiera o un inversor, el cual participaría en el préstamo hipotecario, cobrando los intereses que le correspondieran en función de su participación en el préstamo. A continuación, se hace un resumen de las principales características de las participaciones:

- Pueden ser emitidas por las entidades participantes en el mercado hipotecario.
- El adquirente de las participaciones hipotecarias corre con el riesgo de impago por parte del prestatario. De esta manera, sirven para diversificar los riesgos de las entidades financieras que conceden créditos o préstamos hipotecarios. Su titular concurrirá frente al deudor, con igualdad de derechos con respecto al acreedor hipotecario principal.
- La gestión, administración y custodia del crédito hipotecario participado permanece en manos de la entidad financiera emisora de la participación.
- Al igual que las cédulas y los bonos hipotecarios, ni el tipo de interés de las participaciones, ni su plazo de vencimiento, podrá superar el de los préstamos originales en los que se participa.
- Con el fin de hacer más atractivo el producto, las participaciones suelen emitirse conjuntamente con un seguro, sobre el pago del principal e intereses de la participación, a favor del inversor.
- Se emiten, fundamentalmente, a largo plazo.
- Sólo pueden ser nominativas o representadas mediante anotaciones en cuenta.
- Requerirán de escritura pública si se suscriben por público no especializado. Sea como fuere, el emisor llevará un registro de las participaciones emitidas.

2.4.3.6. Titulizaciones hipotecarias y de activos

La guía de renta fija de la CNMV define a la titulización como un método de financiación de empresas basado en la venta o cesión de determinados activos, incluso derechos de cobro futuros, a un tercero que a su vez financia la compra emitiendo valores que son los que colocan entre los inversores.

El proceso que sigue la titulización, a grandes rasgos es el siguiente: la entidad que desea financiarse (cedente) vende los activos a un fondo de titulización, que carece de personalidad jurídica y está administrado por una sociedad gestora. A su vez, el fondo emitirá valores, que estarán respaldados por los activos adquiridos. Cuando la garantía consiste en préstamos hipotecarios cedidos por entidades de crédito, los valores emitidos son adquiridos por un fondo de titulización hipotecaria, que emite bonos de titulización hipotecaria. Cuando la garantía consiste en otros activos, éstos son adquiridos por un fondo de titulización de activos, que emitirá pagarés o bonos de titulización. Los bonos de titulización se caracterizan por dirigirse al sector de inversores institucionales especializados.

Mediante la titulización, la empresa que tituliza sus activos amplía y diversifica sus fuentes de financiación, obtiene liquidez y flexibiliza la estructura de sus activos.

La CNMV, en su guía informativa sobre los productos de renta fija, destaca los siguientes aspectos más relevantes de la titulización:

- El fondo de titulización se configura como un patrimonio separado, de forma que la cartera titulizada queda fuera del alcance de los acreedores del cedente.
- Los valores emitidos están respaldados por los activos titulizados y no por la solvencia del cedente. Por ello, con la finalidad de aumentar la seguridad en el pago de los valores emitidos, neutralizar las diferencias de tipos de interés entre los créditos agrupados en el fondo y los valores emitidos con cargo a él, y mitigar desfases temporales de flujos, se contratan por cuenta del fondo operaciones financieras denominadas mejoras crediticias.
- El riesgo financiero de los valores emitidos siempre es objeto de evaluación por una entidad calificadora (agencias de *rating*).
- Los titulares de los bonos emitidos con cargo al fondo, asumen el riesgo de impago de los activos agrupados en él.
- El riesgo de amortización anticipada de los activos del fondo, se traspassa a los titulares de los valores. En cada fecha de pago, los titulares de los bonos pueden soportar la amortización parcial de los mismos.

2.4.3.7. Participaciones preferentes

Las participaciones preferentes, conocidas como acciones preferentes, suponen un paso intermedio entre renta fija y renta variable. Son valores negociables que forman parte del capital social del emisor y que, sin embargo, otorgan a sus titulares distintos derechos a los otorgados por las acciones ordinarias, a la vez que cuentan con similitudes con la deuda subordinada. A continuación detallamos algunas de sus características principales:

- Ante liquidación de la sociedad emisora, cuentan con preferencia de cobro respecto a las acciones ordinarias, y se sitúan tras el conjunto de acreedores.

- Carecen de derechos políticos y del derecho de suscripción preferente ante ampliaciones de capital.
- Tienen un carácter perpetuo, si bien el emisor podrá acordar su amortización una vez transcurridos al menos cinco años desde su desembolso, previa autorización del garante y del Banco de España, en su caso.
- Conceden a sus titulares una remuneración predeterminada, ya sea fija o variable, con carácter no acumulativo y condicionado a la existencia de beneficios suficientes distribuibles en la entidad garante.
- La Ley 19/2003 otorga carta de naturaleza en nuestro ordenamiento a las participaciones preferentes, y es que hasta el año 2003 no estaban contempladas en el derecho español, de manera que se emitían a través de sociedades extranjeras generalmente domiciliadas en paraísos fiscales.

2.4.3.8. *Deuda subordinada*

La deuda subordinada se trata de una familia de instrumentos de renta fija. Presenta diversas modalidades en cuanto a las características de su emisión, con el denominador común de que en caso de extinción y posterior liquidación de la sociedad emisora, sus titulares quedan por detrás de todos los acreedores comunes en preferencia de cobro, pues sólo se sitúan por delante de los accionistas a la hora del reparto de la correspondiente liquidación. Ofrece una rentabilidad mayor que otros activos de deuda. Su emisión ha sido utilizada por las entidades de crédito como una forma de capitalización, pues su importe es computable como parte de los recursos propios de las entidades, y es que se las considera, al igual que las participaciones preferentes, como un instrumento híbrido de capital.

2.4.3.9. *Las cuotas participativas*

El artículo 14 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, define que “Las cuotas participativas de las cajas de ahorros son valores negociables que representan aportaciones dinerarias de duración indefinida, que pueden ser aplicadas en igual proporción y a los mismos destinos que los fondos fundacionales y las reservas de la entidad”. Se las considera como recursos propios de las entidades de crédito y su volumen en circulación no podrá superar el 50% del patrimonio de la Caja. Tienen carácter nominativo y han de desembolarse íntegramente en el momento de su emisión, siendo su contravalor siempre en dinero. Su rentabilidad está ligada a los recursos propios y a los beneficios de las cajas de ahorros.

Las cuotas participativas carecen de derechos políticos, y confieren a sus titulares los siguientes derechos económicos:

- Participación en el reparto del excedente de libre disposición de la caja.
- Preferencia en la suscripción de nuevas emisiones de cuotas participativas.
- Obtención de su valor liquidativo en el caso de liquidación.
- Percepción de una retribución de carácter variable con cargo a la parte del excedente de libre disposición que les corresponda.

2.4.3.10. Cédulas territoriales

El artículo 13 de la citada Ley 44/2002 regula específicamente estos valores. Se trata de valores de renta fija emitidos por entidades de crédito “cuyo capital e intereses están especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las comunidades autónomas, los entes locales, así como a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales dependientes de los mismos o a otras entidades de naturaleza análoga del Espacio Económico Europeo”. A continuación, señalamos algunas características de las cédulas territoriales:

- Una entidad de crédito no podrá emitir cédulas por un importe superior al 70% de los préstamos y créditos no amortizados que tenga concedidos a las Administraciones Públicas.
- Los tenedores de las cédulas tienen derecho preferente sobre los derechos de crédito de la entidad emisora frente a las Administraciones Públicas.
- Tienen un trato similar al de las cédulas hipotecarias a efectos de la normativa sobre el coeficiente de recursos propios.

2.4.3.11. Deuda internacional

La internacionalización de los mercados de capitales ha incrementado la variedad de los títulos financieros representativos de renta fija privada que se han venido a sumar a los tradicionales bonos matador, títulos de renta fija, en extinción, emitidos en España por prestatarios no residentes y denominados en pesetas. Según el criterio temporal, Palomo y Mateu (2004), distinguen entre tres modalidades de instrumentos o activos financieros de deuda internacional existentes en el Euromercado:

- A corto plazo: las euronotas a corto, europagarés y europapel comercial.
- A medio plazo: las euronotas a medio plazo.
- A largo plazo: los eurobonos o euroobligaciones y los bonos extranjeros.

2.5. Bolsas de valores

2.5.1. Organización institucional

En España existen cuatro bolsas de valores: la Bolsa de Madrid, fundada en 1831, la Bolsa de Bilbao, fundada en 1890, la Bolsa de Barcelona, fundada en 1915, y la Bolsa de Valencia, fundada en 1970, las cuales están interconectadas a través del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Cada Bolsa es regida y administrada por una Sociedad Rectora, responsable de su funcionamiento interno y su organización. En cada una de las bolsas cotizan acciones de las sociedades admitidas y todos aquellos activos financieros que autorice su correspondiente Sociedad Rectora y la CNMV.

Son cuatro las organizaciones encargadas del buen funcionamiento del mercado bursátil:

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- La Sociedad Rectora de cada Bolsa.
- La Sociedad de Bolsas.
- La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación.

2.5.1.1. *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*

La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos. Es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica y plena capacidad pública y privada, creada por la Ley del Mercado de Valores, Ley 24/1988, que a su vez ha sido actualizada por las leyes 37/1998 y 44/2002 adaptando el marco regulador a las exigencias de la Unión Europea.

El objetivo de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores españoles, asegurando la correcta formación de precios, así como la protección de los inversores.

Las funciones de la CNMV son las siguientes:

- Supervisión, inspección y sanción, en su caso, de los mercados de valores y de cuantos operan en ellos, con el objetivo de vigilar la transparencia y el cumplimiento de la normativa vigente.
- Supervisión de las sociedades que emiten valores para su colocación pública, así como la autorización y registro de las nuevas emisiones.
- Registro de productos financieros.
- Recepción y registro de información financiera y significativa de las entidades de mercado.
- Supervisión de las empresas que ofrecen servicios de inversión.
- Mantenimiento de los registros oficiales de inscripción de los intermediarios del mercado.
- Elaboración de informes sobre la situación de los mercados.
- Asesoramiento y elevación de propuestas a los órganos correspondientes.
- Determinación de las categorías de valores que sean objeto de negociación y las que se integrarán en el SIBE.
- Aprobación de los estatutos y nombramientos de consejeros en las sociedades rectoras.
- Decisión acerca de las suspensiones y exclusiones de cotización oficial.

La actividad de la CNMV se proyecta, principalmente, sobre aquellas sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que prestan servicios de inversión, además de las instituciones de inversión colectiva.

Recientemente se han enunciado las directrices de una reforma del sistema de supervisión financiera, que tiene previsto concluirse con la redefinición del papel de los supervisores y un cambio en la atribución de sus tareas. El modelo se articulará en torno a dos instituciones básicas, la Comisión Nacional de Servicios Financieros, que sustituirá a la actual Comisión Nacional de Mercado de Valores, y el Banco de España.

La Comisión Nacional de Servicios Financieros tendrá encargada la vigilancia del correcto funcionamiento y de la transparencia de los mercados financieros, mediante la supervisión de la conducta de los intermediarios en su relación con los inversores, los ahorradores, asegurados y, en general, con todos los consumidores de servicios financieros.

Al Banco de España se le atribuirá la supervisión prudencial sobre los riesgos y la solvencia de todas las entidades financieras, esto es, de los bancos, entidades aseguradoras y empresas de servicios de inversión.

2.5.1.2. *Sociedad Rectora de cada Bolsa*

La Sociedad Rectora de cada Bolsa es el principal organismo de administración y gestión de las bolsas. Hay una Sociedad Rectora por cada una de las cuatro bolsas de Valores. Son sociedades anónimas cuyos accionistas tienen que ser, exclusiva y obligatoriamente, las Sociedades de Valores, las Agencias de Valores y las Entidades de Crédito miembros de las respectivas bolsas.

Las sociedades rectoras no llevan a cabo actividades de intermediación financiera, ni prestan ningún tipo de servicio de inversión, pues no tienen la condición legal de miembros de las bolsas. Su función básica es la de dirigir y administrar su correspondiente bolsa, pues son responsables de la organización y el funcionamiento interno de la misma.

Esta actividad básica está complementada por las siguientes actividades:

- Autorizan la admisión a cotización oficial de valores, previa verificación de la CNMV del cumplimiento de requisitos legales establecidos.
- Proponen, en determinadas circunstancias, la suspensión de contratación de los valores.
- Elaboran y difunden información relativa a la contratación bursátil, principalmente precios y volúmenes, y a la evolución del mercado.

2.5.1.3. *Sociedad de Bolsas*

La Sociedad de Bolsas, empresa del Grupo bolsas y Mercados Españoles (BME), tiene como misión principal la gestión del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE). Vela, igualmente, por el cumplimiento de todas las normas técnicas y jurídicas aplicables al mercado. Es la propietaria del índice IBEX 35, se encarga de su cálculo, gestión, difusión así como de la revisión de su composición, si bien la supervisión del IBEX 35 es responsabilidad del Comité Asesor Técnico.

2.5.1.4. *Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación (Iberclear)*

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, conocida como Iberclear o Sociedad de Sistemas, actúa como el Depositario Central de Valores Español. Es parte integrante de bolsas y Mercados Españoles (BME). El organismo surge con la reforma de noviembre de 2002, y es resultado de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCVL) y de la Central de Anotaciones de la Deuda Española (CADE) y sustituye a ambos en sus actividades. Si bien, Iberclear mantiene las dos plataformas tecnológicas:

- La SCVL, dedicada al registro y la liquidación de los valores admitidos a negociación en las bolsas, en el Mercado Alternativo Bursátil y en el Latibex.
- El CADE, encargado del registro y la liquidación de los valores del Mercado de Deuda Pública y de AIAF.

El artículo 44 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, atribuye a la Sociedad de Sistemas las siguientes funciones:

- Llevar el registro contable correspondiente a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, admitidos a negociación en las

bolsas de valores o en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, así como a los valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios, cuando sus órganos rectores lo soliciten.

- Gestionar la liquidación y, en su caso, la compensación de valores y efectivo derivada de las operaciones ordinarias realizadas en las bolsas de Valores, de las operaciones realizadas en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y, en su caso, en otros mercados secundarios.
- Prestar servicios técnicos y operativos, directamente relacionados con los de registro, compensación y liquidación de valores, y cualesquiera otros requeridos para que la Sociedad de Sistemas colabore y coordine sus actuaciones con otros ámbitos y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y pueda participar en estos últimos.
- Las demás que se le encomienden, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Banco de España.

2.5.2. *Compañías cotizadas*

Todas las compañías admitidas a cotización en la Bolsa Española, negociadas tanto a través del SIBE como en los corros de las cuatro plazas bursátiles, están encuadradas dentro de una clasificación de seis sectores y sus correspondientes subsectores. Los seis sectores básicos son los siguientes:

- Petróleo y energía.
- Materiales básicos, industria y construcción.
- Bienes de consumo.
- Servicios de consumo.
- Servicios financieros e inmobiliarias.
- Tecnología y telecomunicaciones.

La agrupación de las compañías cotizadas es la siguiente (IGBM, enero 2008):

- *Petróleo y energía*: petróleo (Cepsa, Repsol-YPF), electricidad y gas (Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa, REE, Gas Natural, ENAGAS), agua y otros (Aguas de Barcelona), energías renovables (Fersa, Solaria, Iberdrola Renovables).
- *Materiales básicos, industria y construcción*: minerales, metales y transformación, productos metálicos (Acerinox, Tubacex, CIE Automotive, Tubos Reunidos, Lingotes Especiales, Arcelor-Mittal), fabricación y montaje de bienes de equipo (Zardoya Otis, Azkoyen, CAF, Mecalux, Gamesa, Elecnor, Nicolás Correa), construcción (FCC, Acciona, Ferrovial, ACS, OHL, Sacyr Vallehermoso, Cleop), materiales de construcción (Cementos Portland, Uralita), industria química (Ercros, La Seda de Barcelona), ingeniería y otros (Abengoa, Befesa, GAM, Inypsa, Técnicas Reunidas, Duro Felguera, Fluidra) y aeroespacial (EADS).
- *Bienes de consumo*: alimentación y bebidas (Ebro Puleva, Campofrío, Viscofan, Sos Cuétara, Pescanova, Natra, Barón de Ley, CVNE, Bodegas Riojanas, Federico Paternina), textil, vestido y calzado (Adolfo Domínguez, Tavex Algodonera, Dogi, Inditex, Sniace), papel y artes gráficas (ENCE, Europac, Iberpapel, Miquel y Costas, Reno de Medici,

Unipapel), automóvil (vacío), productos farmacéuticos y biotecnología (Faes Farma, Grifols, L. Almirall, L. Rovi, Natraceutical, Prim, Puleva Biotech, Zeltia) y otros bienes de consumo (Altadis, Indo, Vidrala).

- *Servicios de consumo:* ocio, turismo y hostelería (NH Hoteles, Sol Meliá, Codere), comercio minorista (Service Point S.), medios de comunicación y publicidad (Antena 3TV, Prisa, Sogecable, Telecinco, Vocento, Vértice 360), transporte y distribución (Iberia, Logista, Vueling), autopistas y aparcamientos (Abertis, Cintra, Europistas), otros servicios (Funespaña, Prosegur, Clínica Baviera, Corporación Dermoestética).
- *Servicios financieros e inmobiliarios:* banca (BBVA, Banco Santander, Bankinter, Banco Pastor, Banco de Valencia, Banco de Andalucía, Banco Guipuzcoano, Banco Popular, Banco Sabadell, Banco C. Balear, Banco Español de Crédito, Banco de Castilla, Banco de Galicia, Banco Vasconia), seguros (Mapfre, Grupo Catalana Occidente), sociedades de cartera y holding (Cor. Alba, Dinamia, Critería Caixacorp), inmobiliarias y otros (Metrovacesa, Urbas-Guadahermosa, Inm. Colonial, Sotogrande, Inbesos, Renta C., Parquesol, Astroc Mediterráneo, Montebalito, AISA, Realía, Reyál-Urbis, Martinsa-Fadesa), servicios de inversión (BME, Renta 4).
- *Tecnología y telecomunicaciones:* telecomunicaciones y otros (Avanzit, Jazztel, Telefónica, Tecnocom), electrónica y software (Amper, Indra), hardware tecnológico y equipamiento (vacío).

El acceso al mercado bursátil precisa del cumplimiento de toda una serie de requisitos mínimos, previos a la admisión a cotización, entre los que cabe citar los siguientes (para acciones españolas):

- La empresa, con una forma jurídica de Sociedad Anónima, que desee ser admitida a cotización en Bolsa deberá tener un capital social mínimo de 1.202.025 euros. No se tendrá en cuenta, a efectos del cálculo de este mínimo, la parte de capital correspondiente a aquellos accionistas cada uno de los cuales posea, directa o indirectamente, una participación igual o superior al 25%.
- El emisor deberá haber obtenido beneficios en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos, en un periodo de cinco, años suficientes para poder repartir un dividendo de al menos el 6% del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para el impuesto de sociedades y dotadas las reservas legales u obligatorias correspondientes.

El cumplimiento de esta condición no se encuentra en el hecho de haber distribuido realmente dividendos en estos periodos, sino en la posibilidad de obtención de beneficios susceptibles de poder ser distribuidos.

De acuerdo con la Orden Ministerial de 19 de junio de 1997 (BOE 21.6.97) modificada por la de 22 de diciembre de 1999 (BOE 30.12.99), la CNMV podrá exceptuar la concurrencia de la obtención de beneficios en determinadas circunstancias.

- Se requiere la existencia de al menos 100 accionistas cuya participación individual sea inferior al 25% del capital. En el caso de no cumplir este requisito, el emisor deberá efectuar una oferta pública de venta para conseguirlo.

Las empresas cotizadas están obligadas presentar información de forma periódica anual (Cuentas anuales, Informe de Gestión e Informe del Auditor de cada ejercicio cerrado), semestral (estados financieros completos con un desglose similar al requerido para la información anual) y trimestral (avance de sus resultados y otras informaciones relevantes); además deberá presentar información específica, de manera puntual, en caso de producirse un hecho relevante.

2.5.3. Intermediarios del Mercado

Los mercados de valores, tradicionalmente, estuvieron intermediados por los Agentes de Cambio y Bolsa, que fueron sustituidos por las Sociedades de Valores y Bolsa (SVB) y Agencias de Valores y Bolsa (AVB), en 1988. La Ley de Mercados de Valores reguló dos tipos básicos de intermediarios:

- Los miembros del mercado, autorizados para negociar transacciones, en forma de SVB y AVB.
- Entidades no miembros del mercado, tales como bancos, cajas de ahorros, sociedades de valores, agencias de valores, etc.

Tendrán la consideración de miembros del mercado, aquellas Entidades financieras que tengan una participación en el capital social de la Sociedad Rectora de la Bolsa o bolsas en las que pretendan operar. La condición de miembro de la Bolsa requiere un acto expreso de admisión de la Sociedad Rectora de la Bolsa, para lo cual será necesario que las Entidades interesadas acrediten ante la CNMV la capacidad y el compromiso de cumplir las reglas de organización y funcionamiento del mercado.

La Ley 37/1998, que reforma a la Ley 24/1988, contempla las denominadas Empresas de Servicios de Inversión, es decir, SVB, AVB y Sociedades Gestoras de Carteras (SGC). Las empresas de servicios de inversión (ESI) estarán autorizadas a realizar diversas actividades relacionadas con los mercados de valores dirigidas a los inversores o a las empresas que emiten valores, como las siguientes²²:

- Recibir, transmitir y ejecutar órdenes de compra y venta de bonos, acciones y otros productos en los mercados de valores por cuenta de terceros.
- Gestionar el patrimonio o la cartera de sus clientes.
- Actuar como intermediarios cuando las empresas realizan emisiones de acciones o de bonos u obligaciones, y cuando llevan a cabo ofertas públicas de venta de valores, poniendo en conocimiento de los inversores estas emisiones y ofertas.
- Depósito y administración de valores y productos financieros de los ahorradores.
- Conceder créditos o préstamos a los inversores para que éstos puedan llevar a cabo las anteriores actividades.
- Asesorar a empresas e inversores.

Las entidades de crédito pueden realizar todas estas actividades a pesar de no ser ESI, siempre que cuenten con autorización previa por parte del Banco de España y que la prestación de tales servicios aparezca recogida en sus estatutos.

²² CNMV: *Qué debe saber de las empresas de servicios de inversión*. Documento de la CNMV.

No todas las empresas de servicios de inversión están autorizadas a realizar todas las actividades citadas, sino solamente parte de ellas, en función de su tipología.

Los requisitos que debe cumplir una ESI para obtener la autorización correspondiente para el desempeño de su actividad, suponen una garantía inicial de que la empresa se encuentra en condiciones para poder ofrecer los servicios de inversión autorizados. Entre estos requisitos destacan los siguientes:

- Alcanzar un capital social mínimo:
 - Sociedades de Valores: 2.000.000 euros.
 - Agencias de Valores: entre 300.000 y 500.000 euros.
 - Sociedades gestoras de carteras: 100.000 euros.
- Debe disponer de la organización administrativa y contable adecuada, así como de los procedimientos de control interno que garanticen la seguridad del servicio prestado.
- Todos los miembros de su consejo deben tener una reconocida honorabilidad profesional.
- Ha de cumplir las normas establecidas de buena conducta.
- Debe usar los contratos-tipo preestablecidos y autorizados por la CNMV para las actividades de gestión de carteras, el depósito y la administración de valores (en determinados casos que requieren mayor protección) y para la compraventa con pacto de recompra, también en unos casos concretos.
- Estar adherida al fondo de garantía de inversiones.

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, hacía una relación de las actividades que los intermediarios bursátiles pueden desarrollar. Se destaca lo siguiente:

- Sociedades de Valores y Bolsa, sean o no miembros de alguna Bolsa, podrán desarrollar las siguientes actividades²³:
 - a) Recibir órdenes de inversores, nacionales o extranjeros, relativas a la suscripción o negociación de cualesquiera valores, nacionales o extranjeros, y ejecutarlas, si están autorizadas para ello, o transmitirlos para su ejecución a otras entidades habilitadas a este fin.*
 - b) Gestionar, por cuenta del emisor, la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión, y negociar, por cuenta propia o ajena, su transmisión.*
 - c) Mediar, por cuenta directa o indirecta del emisor, en la colocación de emisiones de valores.*
 - d) Asegurar la suscripción de emisiones de valores.*
 - e) Ser titulares en la Central de Anotaciones y actuar como Entidades Gestoras del Mercado de Deuda Pública en anotaciones en cuenta, de acuerdo con lo previsto en la presente Ley.*
 - f) Negociar con el público, por cuenta propia o por cuenta de terceros, valores, nacionales o extranjeros, no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.*

²³ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

- g) *Llevar el registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, en los casos previstos en el párrafo segundo del artículo 7.*
 - h) *Actuar como entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.*
 - i) *Otorgar créditos directamente relacionados con operaciones de compra o venta de valores.*
 - j) *Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de la gestión.*
 - k) *Actuar, por cuenta de sus titulares, como depositarias de valores representados en forma de títulos, o como administradoras de valores representados en anotaciones en cuenta.*
 - l) *Actuar como depositarias de Instituciones de Inversión Colectiva.*
 - m) *Ostentar la condición de entidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones en moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas en virtud de la presente Ley.”*
- **Agencias de Valores y Bolsa:** la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, especifica que: *“Las Agencias de Valores también podrán desarrollar las actuaciones antes reseñadas, a excepción de las citadas en las letras d) e i). En relación a las actividades señaladas en la letra e), no podrán ser titulares por cuenta propia de cuentas en la Central de Anotaciones y, en relación con las actividades citadas en las letras b) y f), no podrán realizar operaciones por cuenta propia”.*
 Es decir, se contempla que las Agencias de Valores y Bolsa no pueden realizar operaciones por cuenta propia, pues solamente atenderán órdenes por cuenta de clientes. Tampoco pueden otorgar créditos relacionados con la compraventa de valores, ni asegurar la suscripción de emisiones de valores. Las agencias se identifican con la figura del broker y no incurrir en riesgo de mercado, con lo que se suaviza el requisito de cuantía en cuanto a su capital social.
 - **Sociedades Gestoras de Carteras:** sociedades cuyo objeto social es la gestión de carteras de inversión de acuerdo a las directrices dictadas por sus clientes.

2.5.4. Sistemas de contratación

En la Bolsa Española conviven, actualmente, dos sistemas de contratación que a continuación se analizan:

- El mercado de corros.
- El SIBE.

2.5.4.1. El mercado de corros

Conocido también como mercado de “viva voz” es el sistema de contratación tradicional de las bolsas. Este mercado se celebra, de lunes a viernes, en cada una de las bolsas Españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Se trata de un mecanismo de subasta doble, en el que los agentes, reunidos físicamente, formando un grupo o “corro”, enuncian en voz alta las órdenes de compra y de venta, para posteriormente casarlas entre sí.

Si la operación se cierra, comprador y vendedor pronuncian las palabras “póngalos” y “hecho”, voces que son vinculantes, casándose, así, la operación de forma irreversible.

Es un sistema incómodo para aquellos activos que requieran un amplio y fluido número de transacciones. El mercado de corros sólo negocia títulos de sociedades con baja capitalización bursátil y escasa liquidez, que requieren muy pocas transacciones.

La Bolsa de Madrid, celebra operaciones de este mercado de 10 a 12 de la mañana. Su horario en la Bolsa de Barcelona es de 11 a 11:20, en la Bolsa de Bilbao de 10:30 a 11:35 y en la Bolsa de Valencia de 10:45 a 11:15 horas.

Las principales características de contratación del mercado de corros de la Bolsa de Madrid son las siguientes (Informe de Mercado, Bolsa de Madrid):

- En cada corro se celebra una primera vuelta de 10 minutos de duración, en la que la oscilación máxima del precio es del 10% respecto al de cierre de la sesión anterior. Si no fuese posible cerrar el precio en la primera vuelta, debido a que sobre un valor existiese una oferta o una demanda excepcional, el Departamento de Supervisión suspendería el corro para ese valor, un mínimo de 30 minutos, para posteriormente reabrirlo con una variación permitida del 20%.
- Para modificar el cambio, con respecto del precedente, ya sea en la apertura o en el transcurso de la sesión, será preciso que se contrate un número mínimo de 100 títulos, cuyo valor efectivo sea al menos de 1.200 euros.
- Debe cubrirse un 20% de la posición dominante del mercado.
- En los casos en los que no se pueda formular un cambio, dentro de los límites, por existir una demanda u oferta excepcional, los miembros del mercado deberán presentar notas en las que se recojan las compras y las ventas que pretendiesen realizar. De ser así, las posiciones contenidas en las notas tendrán carácter vinculante, hasta el momento en que se anuncie el resultado de su cómputo global por parte de los Servicios de Contratación.
- Los miembros del mercado podrán dejar constancia de su posición compradora y vendedora en un valor determinado, con carácter vinculante, hasta una hora antes de la apertura de la sesión siguiente.
- Las órdenes utilizadas en el mercado de corros son “por lo mejor”, “limitadas” o “al harán” (aproximadamente al cambio medio de entre todos los que se realicen durante la sesión para cada valor determinado).
- Existen normas específicas para las operaciones especiales y otros casos excepcionales.

2.5.4.2. *El SIBE*

La negociación de acciones mediante un sistema electrónico, previsto en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, comenzó a funcionar en abril 1989, inicialmente con cinco empresas cotizadas (Altos Hornos, Motor Ibérica, Nueva Montaña Quijano, Sniace y Tubacex). Posteriormente, se fueron incorporando la mayor parte de los valores del mercado bursátil, a excepción de los cotizados en corros. En la actualidad el SIBE, Sistema de Interconexión Bursátil Español, representa el 99% de la contratación total de acciones en la Bolsa.

En un primer momento se utilizó como plataforma de contratación, el sistema informático desarrollado por la Bolsa de Toronto, CATS (*Computer Asisted Trading System*), que sería sustituido, a partir de noviembre de 1995, por el sistema electrónico desarrollado por la Bolsa de Madrid, el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español). La negociación de acciones mediante sistema electrónico es administrada por la Sociedad de Bolsas.

El SIBE, como el propio nombre indica, interconecta a las cuatro bolsas españolas, de manera que cualquier operador miembro del Mercado puede acceder al sistema, para introducir sus órdenes y dirigirlas al mismo ordenador central. Las órdenes introducidas serán ordenadas, atendiendo a criterios de precio y al momento de introducción. Si existe una contrapartida al precio fijado en la propuesta, la orden se ejecutará automáticamente, de no ser así permanecerá en un libro de órdenes, a la espera de contrapartida.

El SIBE es un mercado informatizado de ámbito nacional, dirigido por órdenes. Proporciona información a tiempo real por medio de sus “pantallas” o terminales de los miembros del mercado. Difunde información de la contratación, de manera automática, así aporta un único precio para cada valor en las cuatro bolsas españolas.

Para que un valor pueda cotizar en el SIBE deberá estar admitido a negociación en, al menos, dos bolsas españolas, además de presentar la correspondiente solicitud de inclusión ante la CNMV. La Comisión, previo informe favorable de la Sociedad de Bolsas, procederá a valorar la admisión, atendiendo a criterios generales de liquidez, frecuencia y volumen de contratación.

El SIBE, mercado continuo, tiene las siguientes formas de contratación principales para acciones, con sus respectivas modalidades:

1. Contratación general:
 - 1.1. Mercado principal.
 - 1.2. Segmento Nuevo Mercado (extinto).
 - 1.3. Segmento Latibex.
 - 1.4. Segmento *Fixing*.
2. Contratación de Bloques:
 - 2.1. Modalidad de Bloques Convenidos.
 - 2.2. Modalidad de Bloques Parametrizados.
3. Operaciones especiales:
 - 3.1. Operaciones especiales comunicadas.
 - 3.2. Operaciones especiales autorizadas.

I. Contratación general

1.1. Mercado principal

En esta modalidad se contratan los valores más líquidos, todos los días laborables, de lunes a viernes desde las 8:30 horas a las 17:35 horas. Su mercado, de acuerdo con la información que la Sociedad de Bolsas aporta

en su página web, se divide en tres fases diferenciadas. Las fases de contratación en el mercado principal, se describen a continuación.

- *Subasta de apertura:* periodo de ajuste, comprendido entre las 8:30 horas y las 9 horas, durante el cual pueden introducirse, modificarse y cancelarse órdenes de compra y de venta, sin que se lleguen a cruzar operaciones. Los participantes en el mercado reciben la información de cuál sería el precio de equilibrio de la subasta, al que comenzaría la negociación si en ese instante se iniciara la contratación, y del volumen que se negociaría. La subasta finaliza a las 9 horas, si bien termina con un fase aleatoria de 30 segundos de duración, momento a partir del cual se comienza a asignar títulos.

El precio determinado en la subasta se calcula atendiendo a las siguientes reglas²⁴:

- Se elegirá el precio al que se negocie un mayor número de títulos.
- Si hubiese dos o más precios con idéntico número de títulos a negociar, se elegirá aquel precio que produzca un menor desequilibrio. Se define desequilibrio por la diferencia entre el volumen ofrecido y el volumen demandado, susceptible de ser negociado a un mismo precio.
- De coincidir las dos condiciones anteriores, se elegirá el precio del lado que tenga mayor volumen.
- En caso de coincidir las tres condiciones anteriores, se escogerá como precio de la subasta, el más cercano al último negociado.

Si no existiese precio de subasta, se mostraría directamente el mejor precio de compra y de venta, y los volúmenes de sus posiciones asociadas. Una vez fijado el primer precio, se asignarán los títulos, en primer lugar, a las órdenes de mercado y, posteriormente, a las limitadas con precios mejores que el de subasta y, para finalizar, al resto de órdenes limitadas al precio de subasta, según el orden temporal en el que se introdujeron en el sistema.

- *Mercado abierto u open:* la contratación continuada se produce entre las 9 y las 17:30 horas. En la sesión abierta, las contrapartidas que cierren operaciones se distribuirán entre las órdenes que integren la posición dominante, según rango de precios, atendiendo a su prioridad temporal.

Las reglas de negociación de esta fase del mercado se enumeran a continuación²⁵:

1. Si una orden entrante (limitada o de mercado), se encuentra en el lado contrario una orden limitada, la orden que está en el libro determina el precio de la negociación. La parte no ejecutada se negociará al precio de la siguiente orden limitada.
2. Si se introduce una orden de mercado y en el lado contrario sólo hay órdenes de mercado, se negociarán al precio de la última negociación. En el caso de que la orden no se ejecute en su totalidad, la parte no negociada queda posicionada en el libro como orden de mercado.

²⁴ Sociedad de Bolsas: Sistema de Interconexión bursátil. SIBE 2000. Fase 1.

²⁵ Sociedad de Bolsas: Sistema de Interconexión bursátil. SIBE 2000. Fase 1.

3. Si se introduce una orden de mercado y en el otro lado del libro hay órdenes de mercado y órdenes limitadas, se negociarán al último precio o al mejor de las limitadas. Si se introduce una orden limitada y en el otro lado del libro sólo hay órdenes de mercado, se negociará al precio último o al de la orden limitada si es mejor que éste. Si se introduce una orden limitada y en el otro lado del libro hay órdenes de mercado y órdenes limitadas, se negociará al último precio o al mejor de las limitadas por la cuantía de volumen disponible a ese precio. El resto se negociará al siguiente mejor precio.
 4. Si se introduce una orden por lo mejor y en el lado contrario hay órdenes de mercado y limitadas, asumirá el mejor precio del lado contrario y negociará a este precio tanto con la orden de mercado como con la limitada.
- *Subasta de cierre*: la sesión finalizará con una subasta de 5 minutos de duración, de características similares a la subasta de apertura. Tiene lugar entre las 17:30 y las 17:35 horas, y lleva asociado un cierre aleatorio de 30 segundos. El precio que resulte de esta subasta será considerado como el precio de cierre de la sesión.

1.2. Segmento Nuevo Mercado (extinto)

La Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999, desarrollada por la Circular 1/2000 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, creó un segmento especial de negociación en las bolsas Españolas, para la contratación de títulos pertenecientes a empresas de carácter marcadamente tecnológico, tanto en proceso productivo como en productos, y actividades con un alto potencial de crecimiento. Este mercado se denominó “Nuevo Mercado”.

Entre las condiciones de admisión al Nuevo Mercado, aparecían algunos requisitos distintos a los requisitos generales, con el fin de adaptarse a las empresas de la nueva economía. Se recogía una excepción referida al requerimiento de obtención de beneficios durante los últimos años, siempre y cuando se hubiese aportado un informe, sobre las perspectivas de su negocio y sobre la evolución de sus resultados futuros. En lo que a requisitos de información se refiere, las empresas cotizadas en el Nuevo Mercado debían añadir a las obligaciones de información generales (hechos relevantes, información trimestral, semestral y anual), una información explicativa de la evolución y perspectivas de su negocio, al menos una vez al año.

El esquema de contratación y negociación en el Nuevo Mercado era similar al esquema del mercado principal, si bien contaba con una serie de reglas específicas atendiendo a su mayor volatilidad y riesgo.

Con motivo de la reorganización de los Segmentos de Contratación del SIBE, anunciada el 15 de noviembre de 2007, los valores pertenecientes al Segmento Nuevo Mercado solicitaron gradualmente cotizar en el Segmento de Contratación General. Así, el día 25 de enero de 2008, el segmento de Contratación Nuevo Mercado quedó sin contenido, al haber pasado a negociarse todas las empresas que lo componían al Segmento de Contratación General.

El Nuevo Mercado contaba con un índice propio, el Índice IBEX Nuevo Mercado, extinto desde el 3 de diciembre de 2007, fecha en que dejó de calcularse y difundirse.

1.3. Segmento Latibex

El segmento de negociación del Latibex fue creado en diciembre de 1999 con el objetivo de facilitar que el inversor europeo negociase, directamente, con las principales empresas de Latinoamérica, mediante un único mercado, con el sistema operativo de contratación y liquidación de la Bolsa española y cotizaciones en euros. La plataforma de contratación del Latibex es el SIBE. La liquidez de este mercado está garantizada por la activa labor de especialistas, que ofrecen contrapartidas de compra y venta en todo momento, con lo que se obtiene unas reducidas horquillas de precios.

Para que un valor pueda incorporarse en el Latibex, se requiere que previamente esté admitido a negociación en una Bolsa Latinoamericana, cuyo régimen de admisión a negociación, supervisión y difusión de información sea equiparable al mercado de valores español. Además, ha de tener una capitalización superior a 300 millones de euros, y cumplir con el requisito de información tal y como se requiere en las bolsas de su país de origen.

El Latibex funciona de lunes a viernes, de 8:30 horas a 17:35 horas. A continuación se diferencian las fases en la negociación del Latibex:

- Una subasta de apertura entre las 8:30 y 11:30, tiempo en el que se podrán introducir, modificar y cancelar órdenes, sin que se crucen operaciones. La subasta finalizará dentro de un periodo aleatorio de 30 segundos fijado a partir de las 11.30 horas.
- La contratación continuada, mercado abierto, se desarrolla entre las 11:30 y las 17:30 horas.
- Entre las 17:30 y las 17:35 se efectúa la subasta de cierre, en la que de nuevo se pueden introducir, modificar y cancelar órdenes, sin que se crucen operaciones. La subasta finalizará en cualquier momento, dentro de un periodo aleatorio de 30 segundos a partir de las 17:35 horas.

1.4. Segmento Fixing

La modalidad de negociación de valores mediante el sistema de *fixing*, o de precios fijos, fue implantada, para aquellos valores que dentro del SIBE tuviesen una pequeña liquidez y un escaso número de operaciones por sesión.

El mecanismo aglutina todas las órdenes de compra y venta en dos momentos de la sesión, en forma de dos subastas de ajuste que finalizan a las 12:00 y 16:00 horas, momentos en los que se casan las operaciones. El sistema de subastas trata de disminuir la volatilidad y formar los precios de manera más eficiente, para aquellos valores con insuficiente liquidez.

El esquema horario del *fixing* es el siguiente:

- Entre las 8:30 y las 12:00 horas se produce una primera subasta, que finalizará con un cierre aleatorio de 30 segundos de duración, tras el cual se procede a asignar los títulos.
- Entre el cierre de la primera subasta y las 16:00 horas se produce una segunda subasta, con un cierre aleatorio de 30 segundos. El precio de cierre de la sesión es el precio resultante de la segunda subasta.

2. Contratación de Bloques

En el segmento de Contratación de Bloques tienen cabida aquellas operaciones que, por su magnitud, impliquen un gran volumen de negociación, y que, por tanto, tendrían problemas de encontrar una contrapartida inmediata en el mercado principal. Su horario coincide con la fase de mercado abierto del mercado principal, es decir, desde las 9:00 a las 17:30 horas. Dentro de la contratación por bloques se distinguen las dos modalidades siguientes:

2.1. Modalidad de Bloques Convenidos

Habilitada, en principio para operaciones con valores incluidos en el IBEX 35 que conlleven un importe efectivo que alcance, como mínimo, unos importes determinados en función del volumen medio de contratación diaria (VMCD), en el último año natural cerrado, del título en cuestión. A continuación, se detallan tales importes mínimos requeridos en relación con el VMCD:

Volumen medio de contratación diaria	Importe mínimo
VMCD < 500.000 euros	50.000 euros
500.000 euros ≤ VMCD < 1.000.000 euros	100.000 euros
1.000.000 euros ≤ VMCD < 25.000.000 euros	250.000 euros
25.000.000 euros ≤ VMCD < 50.000.000 euros	400.000 euros
VMCD ≥ 50.000.000 euros	500.000 euros

2.2. Modalidad de Bloques Parametrizados

Habilitada para operaciones, sobre cualquier valor del Mercado Continuo, cuyo volumen efectivo mínimo sea de 500.000 euros y que representen, al menos, el 5% del volumen medio de la contratación diaria del valor. Se permite una variación máxima de precios de hasta el 15% respecto al precio estático del título, este porcentaje se elevaba hasta el 25% para las cotizadas del extinto segmento del nuevo mercado.

3. Operaciones especiales

El mercado de operaciones especiales tiene un horario operativo de 17:40 a 20 horas, y se destina a la negociación de bloques de acciones con las contrapartidas fijadas de antemano. Las operaciones especiales se clasifican, en función de su volumen y precio, en las modalidades que se describen a continuación:

3.1. Operaciones especiales comunicadas

Destinado a aquellas operaciones dobles que un mismo miembro del mercado realiza, en el horario del que dispone, a un precio convenido, con una desviación inferior al ± 5% respecto al precio de cierre y al precio medio ponderado, siempre y cuando estas operaciones tengan un volumen superior a los 300.000 euros y que representen, al menos, el 20% del efectivo medio diario contratado del valor del último trimestre natural cerrado.

3.2. Operaciones especiales autorizadas

A través del cauce de las operaciones especiales autorizadas, se transmiten las operaciones dobles o de signo contrario aprobadas por la Comisión de Contratación y Supervisión, con un volumen efectivo superior a 1.500.000 euros y al 40% del efectivo medio, contratado en el valor en el último trimestre natural cerrado, y con un precio que vulnere los límites de las operaciones especiales comunicadas.

2.5.5. Tipología de órdenes bursátiles

El SIBE admite diferentes tipos de órdenes. A continuación se recogen los principales conceptos a cerca de la tipología de éstas:

- Órdenes de mercado: mandatos, de compra o de venta, en los que no se especifica un precio límite. Barren todas las posiciones opuestas del mercado, incluso posiciones a precios distintos, hasta cubrir el importe total requerido en la orden. En caso de no negociarse o negociarse parcialmente, la orden o la parte no ejecutada, permanecerá como orden de mercado, es decir, sin precio limitado.
- Órdenes limitadas: órdenes en las que se formula un precio máximo para comprar o un mínimo para vender. Este tipo de órdenes se ejecutarán inmediatamente si existe contrapartida, para el precio límite o a un precio mejor. En caso de no existir contrapartida, o ser insuficiente, la orden o la parte que quedó sin ejecutar, quedará pendiente a la espera de contrapartida.
- Orden por lo mejor: la orden atacará la mejor posición opuesta del mercado. La operación, formulada por la orden, se ejecutará por la cantidad que dicha posición permita. Si no es totalmente satisfecha quedará una orden en espera, limitada para el precio de la posición de contrapartida atacada y por el importe no ejecutado.

Las órdenes anteriormente citadas, pueden complementarse con una serie de restricciones de volumen para su ejecución. Este tipo de órdenes, a excepción de las órdenes de volumen oculto, no pueden ser introducidas en las subastas:

- Ejecutar o anular: la orden se ejecutará de manera inmediata, en la medida que lo permitan los títulos existentes en el mercado, hasta el precio máximo introducido. La parte de la orden que no se pueda ejecutar quedará anulada. No dejará dinero, pendiente en las compras, ni papel, pendiente en las ventas.
- Todo o nada: estas órdenes se ejecutarán en su totalidad al precio introducido y, en caso de no poder hacerlo, simplemente no se ejecutarán.
- Ejecución mínima: se especifica un volumen mínimo de títulos a ejecutar. De no negociarse, el sistema rechazará la orden.
- Órdenes con volumen oculto: en la orden se asigna un volumen que el resto del mercado no puede ver, "oculto", y que irá saltando al mercado a medida que la parte visible de la orden se vaya negociando. Esto permite a los participantes introducir órdenes de gran volumen sin que su importe se revele al mercado de forma completa.

Las órdenes, no negociadas, pueden modificarse. La modificación, supone una pérdida en su prioridad, con respecto a las otras órdenes establecidas en el mercado. También se permite cancelar una orden o su parte pendiente. Al introducir la orden, se debe indicar su validez temporal, dentro de un plazo de vencimiento de hasta 90 días. Por defecto, las órdenes tienen validez por una sesión bursátil.

2.5.6. Normas de variación de precios²⁶

La variación de los precios de las cotizaciones bursátiles está sujeta a restricciones. Existe una variación mínima de precios o “unidad de salto de un precio al siguiente”, conocido como Tick. Éste es de 0,01 euros, para valores con cotizaciones inferiores a 50 euros; de 0,05 euros, para valores con cotizaciones superiores a 50 euros y de 0,01 euros para los derechos de suscripción.

El SIBE establece un protocolo de gestión para las variaciones significativas en los precios. Inicialmente se preveía una limitación máxima de variación del $\pm 15\%$ para las acciones cotizadas en el Mercado Continuo, y un $\pm 25\%$ para los valores del Nuevo Mercado. En 2001, se anuló la restricción en la variación máxima, de manera que virtualmente no existiese límite alguno, para las subidas o bajadas, en las cotizaciones de un valor durante una determinada sesión. El nuevo sistema se basa en rangos estáticos y dinámicos de precios, a continuación se recogen los principales conceptos de éstos:

- Rangos estáticos: representan la máxima variación porcentual permitida, tanto al alza como a la baja, respecto al precio estático (precio fijado en la última subasta existente, ya sea de apertura o de volatilidad). Los rangos estáticos están activos durante toda la sesión y no permiten la ejecución de órdenes limitadas más allá del límite delimitado por el rango. Es decir, no permiten órdenes limitadas de compra, por encima del límite superior del rango estático, u órdenes limitadas de venta por debajo del límite inferior del citado rango. Existen unas categorías estandarizadas de rangos estáticos, 4%, 5%, 6%, 7% y 8%. Los valores del desaparecido segmento del Nuevo Mercado contaban con un rango excepcional del 10%.
- Rangos dinámicos: delimitan la variación porcentual máxima permitida respecto al precio dinámico (el precio fijado en la última negociación, sea éste resultado de una subasta o de una negociación de mercado abierto). Los rangos dinámicos están activos durante el mercado abierto y la subasta de cierre. A través de los rangos dinámicos, se establece la variación máxima permitida entre operaciones compra o venta consecutivas. Existen unos rangos dinámicos estandarizados del 1%, 1,5%, 2%, 2,5%, 3%, 3,5%, 4% y 8%.

Cuando un valor intenta negociarse fuera de los límites establecidos por el rango estático o dinámico dará comienzo una subasta, la Subasta de Volatilidad, muy semejante a las subastas de apertura y cierre. Su duración es de 5 minutos, seguidos por un cierre aleatorio de 30 segundos, durante

²⁶ Sociedad de Bolsas: Subastas de Volatilidad y Rangos en el SIBE.

los cuales, en cualquier momento, y sin previo aviso, se acaba la subasta. Finalizada ésta, se produce la asignación de títulos al precio de equilibrio calculado en la subasta, definiéndose entorno a este precio unos nuevos rangos. Al contrario que las subastas de apertura y de cierre, las subastas por volatilidad nunca tienen posible extensión.

2.5.7. Los índices bursátiles

Un índice bursátil no es más que un valor, calculado a partir de una herramienta estadística al efecto, utilizado para medir los cambios que se producen en las cotizaciones con el paso del tiempo. La evolución de un determinado mercado se refleja en su índice de referencia. Entre los tipos de índices bursátiles destacan los dos siguientes:

- Índices sectoriales: muestran la evolución de un determinado sector, es decir, de una agregación de empresas de actividad similar.
- Índices generales: hacen referencia a la evolución conjunta de un grupo de valores, seleccionados como representativos de la evolución del mercado.

2.5.7.1. Índices nacionales

A continuación se comentan los principales índices del mercado bursátil español:

- *IBEX 35*: es un índice, ponderado por capitalización, representativo del Mercado Continuo de la Bolsa Española, pues se compone de sus 35 compañías más líquidas. Es calculado y publicado por la Sociedad de Bolsas, para actuar como índice oficial del Mercado Continuo español. La elección de los valores que componen el IBEX 35 la realiza el Comité Asesor Técnico mediante revisiones semestrales y extraordinarias, con el objetivo de que el índice sea representativo y fiable; a la hora de tomar esta decisión el comité tendrá en consideración los siguientes factores:
 - Volumen negociado de los valores en el mercado principal o de órdenes.
 - Calidad del volumen de contratación y sus características.
 - Suspensiones de la cotización que pudieran haberse producido.
- *IBEX Medium Cap*: índice, destinado a valores de mediana capitalización, compuesto por los 20 valores cotizados en el Segmento de Contratación General del SIBE que, excluidos los 35 valores componentes del IBEX 35, tengan la mayor capitalización ajustada por capital flotante y cumplan con los requisitos de liquidez de contar con un porcentaje de capital flotante superior al 15% y una rotación anualizada sobre capital flotante superior al 15%.
- *IBEX Small Cap*: índice, orientado a los valores de pequeña capitalización, compuesto por los 30 valores cotizados en el Segmento de Contratación General del SIBE que, excluidos los 35 valores componentes del IBEX 35 y los 20 títulos componentes del IBEX Medium Cap, tengan la mayor capitalización ajustada por capital flotante y cumplan en el periodo de control con los mismos requisitos de liquidez exigidos en el IBEX Medium Cap.

- *IBEX Nuevo Mercado (extinto)*: este índice se componía de los valores de la nueva economía incluidos en el segmento de contratación del Nuevo Mercado (índice extinto desde el 3 de diciembre de 2007, fecha en que dejó de calcularse y difundirse).
- *IBEX Top Dividendo*: este índice, que comenzó a calcularse el 9 de mayo de 2007, trata de recoger el comportamiento de las 25 compañías que, siendo integrantes de los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap, IBEX Small Cap, presenten las mejores rentabilidades por dividendo.
- *IBEX Top Dividendo Rentabilidad*: índice compuesto por los mismos valores que forman parte del IBEX Top Dividendo. Su criterio de cálculo y ajustes son semejantes a los del índice IBEX Top Dividendo, además incluye un ajuste técnico adicional, por cada pago de dividendos ordinarios y otras retribuciones al accionariado asimilables al pago de dividendos ordinarios.
- *FTSE4Good IBEX*: se trata de un índice de precios ponderado por capitalización flotante que comenzó a difundirse el 9 de abril de 2008. Creado por bolsas y Mercados Españoles (BME) y FTSE Group con el fin de servir como índice de las compañías españolas cotizadas líderes en buenas prácticas y en responsabilidad social corporativa. No tiene un número fijo de componentes, cuya selección corre a cargo del *FTSE4Good Policy Committee*, de acuerdo a unos estándares recogidos en el documento *Criterios de inclusión 4Good IBEX*. La composición del índice se revisa con carácter semestral, en los meses de marzo y septiembre. Forma parte de la familia de índices FTSE4Good y está diseñado para utilizarse como subyacente en productos financieros como certificados o fondos cotizados (ETFs), a la vez que pretende alentar a las compañías españolas a adoptar estándares internacionales de responsabilidad social corporativa.
- *IBEX 35 con dividendos*: índice IBEX 35, que incluye unos ajustes técnicos por el pago de dividendos ordinarios y otras retribuciones a los accionistas.
- *IBEX 35 de compra*: índice compuesto por los mismos valores del IBEX 35, con la particularidad de que para calcularlo se toma el precio de la mejor posición compradora del mercado.
- *IBEX 35 de venta*: índice compuesto por los mismos valores del IBEX 35, si bien como precio para el cálculo del índice se toma el precio de la mejor posición de venta existente en el mercado.
- *Latibex*:
 - FTSE Latibex All-Share: índice que representa el comportamiento de los valores incluidos en el mercado Latibex.
 - FTSE Latibex Top: índice diseñado para reflejar el comportamiento de los 15 valores más líquidos negociados en el Latibex.
 - FTSE Latibex Brasil: índice diseñado para reflejar el comportamiento de los valores líquidos brasileños cotizados en el Latibex.
- *Índices de la Bolsa de Madrid*: los índices de la Bolsa de Madrid, se agrupan en dos colectivos:
 - Índices de precios: con el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) a la cabeza. El IGBM no está integrado por un número

fijo de compañías, su número variará, admitiendo y excluyendo componentes en cada reunión semestral del comité de gestión del IGBM según un conjunto de requisitos estipulados. Existe, además, una serie de índices según la agrupación de empresas en torno a su sector o y subsector:

1. Petróleo y energía:
 - 1.1. Petróleo.
 - 1.2. Electricidad y gas.
 - 1.3. Agua y otros.
 2. Materiales básicos, industria y construcción:
 - 2.1. Minerales, metales y transformación de productos metálicos.
 - 2.2. Fabricación y montaje de bienes de equipo.
 - 2.3. Construcción.
 - 2.4. Materiales de construcción.
 - 2.5. Industria química.
 - 2.6. Ingeniería y otros.
 - 2.7. Aeroespacial.
 3. Bienes de consumo:
 - 3.1. Alimentación y bebidas.
 - 3.2. Textil, vestido y calzado.
 - 3.3. Papel y artes gráficas.
 - 3.4. Automóvil.
 - 3.5. Productos farmacéuticos y biotecnología.
 - 3.6. Otros bienes de consumo.
 4. Servicios de consumo:
 - 4.1. Ocio, turismo y hostelería.
 - 4.2. Comercio.
 - 4.3. Medios de comunicación y publicidad.
 - 4.4. Transporte y distribución.
 - 4.5. Autopistas y aparcamientos.
 - 4.6. Otros servicios.
 5. Servicios financieros e inmobiliarios:
 - 5.1. Banca.
 - 5.2. Seguros.
 - 5.3. Cartera y Holding.
 - 5.4. Inmobiliarias y otros.
 - 5.5. Servicios de inversión.
 6. Tecnología y telecomunicaciones:
 - 6.1. Telecomunicaciones y otros.
 - 6.2. Electrónica y software.
 - 6.3. Hardware tecnológico y equipamiento.
- *Índices de rentabilidades*: grupo de índices que consideran reinvertidos, en el momento de la percepción, todos los repartos de dividendos y ampliaciones de capital en los mismos valores de los que proceden. El Índice Total de la Bolsa de Madrid (IGBM Total) está formado por los mismos valores que constituyen el Índice General. Existe, también, una serie de índices de rentabilidades o índices totales para cada uno de los sectores y subsectores en los que se agrupan las empresas cotizadas.

- *Índices de la Bolsa de Barcelona:*
 - Índice de la Bolsa de Barcelona: BCN Global 100.
 - Índice medianas empresas: BCN MID-50.
 - Índices de beneficios empresariales: BCN PROFIT-30, BCN ROE-30, BCN PER-30.
 - Índice de empresas catalanas: BCN- INDEXCAT.
 - Índices cestas de valores:
 - Generales: BCN TOP-5, BCN 5 TOP-EURO.
 - Sectoriales:
 - BCN-5 construcción.
 - BCN-5 medios de comunicación y publicidad.
 - BCN-5 alimentación y tabaco.
 - BCN-5 energía.
 - BCN-5 servicios.
 - BCN-5 bancos.
 - BCN-5 inmobiliarias.
 - BCN-5 tecnología.
 - BCN-5 comercio, ocio y turismo.
 - BCN-5 metálicas.
 - BCN-5 textiles.
- Bolsa de Bilbao: Índice Bolsa Bilbao 2000.
- Bolsa de Valencia: Índice General de la Bolsa de Valencia.

2.5.7.2. *Índices internacionales*

Los principales índices bursátiles mundiales son los siguientes:

- En Europa:
 - Alemania: DAX.
 - Austria: ATX.
 - Bélgica: BEL 20.
 - Dinamarca: OMX Copenhagen 20.
 - Finlandia: OMX HEX25.
 - Francia: CAC 40.
 - Grecia: ASE.GI.
 - Holanda: AEX.
 - Hungría: BUX.
 - Irlanda: ISEQ 20.
 - Islandia: ICEXI 1.
 - Italia: MIB 30.
 - Luxemburgo: LUXXX.
 - Noruega: OSEBX.
 - Portugal: PSI 20.
 - Polonia: WIG 20.
 - Reino Unido: FTSE 100.
 - Rumanía: BET.
 - Rusia: RTSI.
 - Suecia: OMX Stockholm 30.

- Suiza: SMI.
- Ucrania: PFTS.
- En América:
 - Argentina: Merval.
 - Brasil: Bovespa.
 - Canadá: TSE 300.
 - Chile: IPSA.
 - México: IPC.
 - Perú: IGBVL.
 - USA: Dow Jones, S&P500, Nasdaq...
 - Venezuela: IBC.
- África, Asia y Oceanía:
 - Australia: ASX 20.
 - China: Shanghai Composite.
 - Corea del Sur: Kospi.
 - Egipto: CASE 30.
 - Emiratos Árabes Unidos: DFMGI.
 - Filipinas: PSI.
 - Hong Kong: Hang Seng.
 - India: BSE 30.
 - Indonesia: JKSE.
 - Israel: TA25.
 - Japón: Nikkei 225.
 - Malasia: KLSE.
 - Marruecos: MASI.
 - Nigeria: NGSE.
 - Nueva Zelanda: NZSE 50.
 - Qatar: QSI.
 - Singapur: STI.
 - Sudáfrica: JSE TOP 40.
 - Taiwán: TWSE.
 - Tailandia: SETI.
 - Turquía: ISE30.

2.5.8. Mercado Alternativo Bursátil

El Mercado Alternativo Bursátil es un Sistema Organizado de Negociación (SON), autorizado por el Consejo de Ministros de 30 diciembre de 2005, creado al amparo del artículo 31.4 de la Ley de Mercado de Valores, promovido por BME y sujeto a la supervisión de la CNMV, en cuanto a su organización y funcionamiento. Su negociación se realiza bajo la plataforma de negociación electrónica SIBE.

El 21 de febrero de 2006, BME constituyó oficialmente la Sociedad Rectora del Mercado Alternativo Bursátil, y el 29 de mayo, tras pruebas y ajustes iniciales, el Mercado Alternativo comenzó su andadura con 28 SICAV gestionadas por 17 gestoras diferentes, este número ha crecido hasta las 3.271 SICAV y un ECR, a fecha de diciembre de 2007.

Con el Mercado Alternativo Bursátil se ofrece un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones para:

- Acciones y otros valores de Instituciones de Inversión Colectiva.
- Valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización.
- Otros valores e instrumentos que, por sus especiales características, siguieran un régimen singularizado.

La negociación del Mercado Alternativo Bursátil se realiza bajo la plataforma SIBE, a través de dos modalidades:

- *Módulo Fixing*: es un sistema de fijación de precios basado en dos subastas, a las 12 horas y 16 horas. Cada subasta permite una variación del 10% sobre el último precio. Recuérdese que el *Fixing* es un esquema idóneo para aquellos activos cotizados de baja liquidez y capitalización. En *Fixing*, la SGIIC no puede actuar directamente en el mercado, pues ha de hacerlo a través de un intermediario.
- *Módulo de comunicación de operaciones a valor liquidativo*: modalidad específica de las SICAV, permite introducir posiciones y realizar operaciones al valor liquidativo que informan las Sociedades Gestoras de cada SICAV. El precio es el valor liquidativo de la SICAV al término de la sesión, de manera que no se configura un libro de órdenes. La operativa de la modalidad diferencia tres tipos de SICAVs básicas: SICAV estándar, SICAV no estándar 1 y SICAV no estándar 2.

La negociación, en el Mercado Alternativo, de los valores emitidos por Fondos y Sociedades de Entidades de Capital Riesgo, se realizará a través del módulo de *Fixing*, en un segmento de contratación diferenciado.

El MAB tiene previsto extenderse a valores de compañías pequeñas y medianas, que aun no cotizan en Bolsa, de reducida capitalización, con acciones poco líquidas y con escasa visibilidad entre el público inversor. Tratará de ser “un mercado a la medida para las empresas en expansión” con una contratación en la Plataforma SIBE, con *fixing* diarios, y con posibilidad de mercado abierto en función de la liquidez y difusión de los títulos de la compañía. A continuación se enumeran algunos requisitos exigibles a estas empresas:

- Ser una Sociedad Anónima con el capital totalmente desembolsado.
- Ser empresas con actividad y facturación demostrada.
- Tener un valor estimado mínimo del *Free Float* de 2 millones de euros.
- Poseer libre transmisibilidad de acciones.
- Tener colocación (OPV, OPS) o *listing*.
- Designar un asesor registrado.
- Tener cuentas auditadas en normas internacionales NIIF.

2.5.9. Otros mercados bursátiles

- *Mercado de warrants y certificados*: desde noviembre de 2002 existe un módulo específico dentro del SIBE destinado a la negociación de warrants, turbowarrants y certificados. El módulo es totalmente electrónico y tiene un horario continuado de contratación, de 9:00 a

17:30 horas, con ausencia de subastas de apertura y cierre, únicamente se mantienen las subastas de volatilidad. Existe una modalidad de contratación de bloques. Está presente la figura del especialista, o creador de mercado. El sistema acepta órdenes combinadas y limitadas, con una vigencia que finaliza al cierre de la sesión en curso. La liquidación de las operaciones de cada día se efectúa tres días hábiles después a través del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).

- *Mercado de fondos cotizados, ETF*: el SIBE contempla un segmento específico para la contratación de ETF, con unas normas que tratan de integrar técnicamente a los ETF en los mercados de órdenes (contratación general), bloques y operaciones especiales de la Renta Variable, incorporando una serie de particularidades, que a continuación se describen:
 - Puede iniciarse una subasta de volatilidad, cuando la diferencia entre el precio del valor y su correspondiente valor liquidativo indicativo, sea significativa. La subasta de volatilidad dará comienzo, además, cuando el ETF trate de negociarse a un precio situado fuera de los límites acotados por el rango dinámico y estático. Los rangos se calculan para cada ETF en función de la volatilidad histórica del mismo.
 - La contratación de bloques para los ETF comprende la modalidad de bloques parametrizados y la modalidad de bloques convenidos, con requisitos de volumen y de precio según la liquidez de cada ETF.
 - Se establece un tipo de operaciones especiales donde habilitar la suscripción y reembolso de participaciones en fondos de inversión cotizados. Además se especifica la figura del especialista dentro del segmento.
 - La contratación general del segmento tiene un horario de 8:30 a 17:35 horas; diferenciándose un periodo de subasta de apertura, entre 8:30 y 9:00, una etapa de mercado abierto, entre las 9:00 y 17:30 horas, que finalizaría con una de subasta de cierre, entre las 17:30 y 17:35 horas. El mercado de bloques se circunscribirá al horario del mercado abierto de la contratación general, es decir de 9:00 a 17:30 horas. El mercado de operaciones especiales estará abierto entre las 17:35 y las 20 horas.
 - El sistema admite órdenes limitadas, por lo mejor y de mercado, y condiciones de ejecución del tipo “ejecutar o anular”, “volumen mínimo” y “todo o nada”, además se establece la condición de “volumen oculto”. La validez de las órdenes estarán limitadas al plazo máximo de 90 días.
- *Renta fija bursátil*: en el Mercado Electrónico de renta fija se negocian los valores de Deuda Pública anotada y activos de renta fija admitidos a cotización, de forma electrónica y continua de 8:30 a 16:30 horas. Para este mercado existen tres modalidades de contratación, que a continuación se describen:
 - Negociación multilateral: contratación cuya operativa es resultado del cruce de las diferentes órdenes de compra y venta introducidas por los distintos miembros del mercado. El sistema únicamente acepta órdenes, con una vigencia máxima de 30 días, limitadas a

ejecutar a su precio límite o mejor, si bien pueden tener condiciones de ejecución del tipo “volumen mínimo”, “todo o nada” y “ejecutar o anular”. Las órdenes se colocarán en el mercado según un criterio de doble principio de prioridad en función del precio y tiempo de introducción, así su negociación se producirá de forma automática, en base a tal prioridad.

- Operaciones de cambio convenido: operaciones en las que dos miembros del mercado acuerdan previamente una operación y la introducen, ya cerrada, en el sistema. El importe de las operaciones con activos de Renta Fija negociados en esta modalidad debe ser superior a 150.000 euros efectivos, si bien no existe limitación de importe para los activos de Deuda Pública Anotada.
- Aplicaciones: modalidad disponible únicamente para activos de Renta Fija, en la que un miembro del mercado introduce en el sistema una operación ya casada en la que él mismo interviene la compra y la venta. El importe de la operación debe ser superior a 150.000 euros efectivos.

En la Bolsa de Barcelona se negocian emisiones admitidas de Deuda Pública de la Generalitat de Cataluña y del Instituto Catalán de Finanzas con un sistema de negociación similar al mercado de Deuda Anotada. Los euskobonos o valores emitidos por el Gobierno Vasco se negocian en la Bolsa de Bilbao. Los Pagarés de la Generalitat Valenciana se negocian en el mercado de corros de la Bolsa de Valencia, donde también se negocian obligaciones y bonos de renta fija privada emitidos por el Banco de Valencia, Caja de Ahorros del Mediterráneo y Bancaja.

2.6. Mercado Oficial de Futuros y Opciones (MEFF)

Los mercados financieros, atendiendo a la función que desempeñan, se clasifican como mercados de activos tradicionales y mercados de instrumentos derivados. Los mercados de activos tradicionales son concebidos como medio de canalización de recursos, desde los ahorradores hacia los inversores. Los mercados de instrumentos derivados transmiten y distribuyen los riesgos entre sus participantes, lo que contribuye a dotar de una mayor eficiencia a los mercados, de sus respectivos activos subyacentes.

Los activos financieros derivados son instrumentos financieros, o contratos a plazo, orientados hacia la realización de una transacción, a un precio prefijado y en un momento futuro, también preestablecido. Se denominan productos derivados porque el valor del instrumento financiero en cuestión, depende del precio de un activo en el mercado, subyacente, en el que están basados y referidos.

Actualmente los instrumentos derivados pueden negociarse en dos tipos de mercados: los mercados organizados y los mercados no organizados (OTC). En los primeros, la estandarización de los contratos permite concentrar la negociación en un número determinado de contratos, lo que garantiza la liquidez, dentro de un marco operativo, para el que se establecen toda una serie específica de normas y reglamentos. En los mercados no organizados se llevan a cabo contratos de derivados no estandarizados, a través de acuerdos bilaterales flexibles, y contratos a medida, sin

el sometimiento a reglas de marco. Uno de los problemas existentes en los mercados no organizados es la presencia del riesgo de contrapartida, es decir, que al vencimiento del contrato una de las partes no cumpla con sus obligaciones contractuales. Una de las claves del éxito, y motor del desarrollo de los mercados organizados de derivados, es la existencia de una cámara de compensación, que elimina el riesgo de contrapartida, garantiza el buen fin de las operaciones y complementa a una serie de garantías adicionales para los participantes del mercado, establecidas por las normativas vigentes.

No sería hasta finales de los años ochenta cuando, al amparo del artículo 34 de la Ley 24/1988, se crearon en España los primeros mercados organizados de opciones y futuros: OM Ibérica (OMIb), posterior MOFEX, y el Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF, S.A.). Ambos mercados acabarían integrándose en el MEFF Sociedad Holding de Productos Derivados Financieros, institución responsable de gestionar en España el mercado organizado de opciones y futuros financieros. Este holding está integrado por:

- MEFF Renta Fija: encargado de la negociación, compensación y liquidación de derivados sobre tipos de interés, Deuda Pública y divisas.
- MEFF Renta Variable: encargado de la negociación, compensación y liquidación de derivados sobre acciones e índices bursátiles.

Desde julio de 1992, las dos integrantes de MEFF adquirieron, por Orden Ministerial, la condición de Sociedades Rectoras y, por consiguiente, de mercados oficiales. En 2001, tanto MEFF como AIAF y SENAF se fusionarían para constituir la sociedad MEFF AIAF SENAF Holding de Mercados Financieros que, a su vez, se aglutina en la actualidad dentro de Bolsa y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, sociedad que agrupa a todos los mercados y sistemas de negociación y liquidación españoles.

MEFF es el Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en España. Su actividad principal es la negociación, liquidación y compensación de Futuros y Opciones sobre bonos del Estado y el índice bursátil IBEX 35, así como futuros y opciones sobre acciones. Su calidad de mercado oficial hace que MEFF esté totalmente regulado, controlado y supervisado por las correspondientes autoridades (CNMV y Ministerio de Economía).

En los últimos años, MEFF ha llevado a cabo una política de alianzas con otros mercados internacionales, para proporcionar a sus clientes un servicio adaptado a las necesidades de diversificación internacional, mediante una ampliación de la gama de productos ofrecidos. De esta manera, en el año 2000, entra a formar parte de la Alianza Globex, que integra a MEFF con otros mercados, como el mercado de derivados del Chicago Mercantile Exchange. Son relevantes los acuerdos de colaboración de MEFF con el Chicago Mercantile Exchange, Standard & Poor's y la Bolsa de Valores de Lisboa y Oporto (BVLPO). En un paso más en la actividad de internacionalización, MEFF creó la sociedad de valores MEFF Euroservices, SV, S.A., a través de la cual los Miembros de MEFF y sus clientes pueden negociar algunos de los productos de EUREX. Así, se pone al alcance de los Miembros de MEFF la posibilidad de contratar y liquidar derivados alemanes y franceses.

Entre las funciones técnicas de MEFF está el determinar las siguientes variables:

- Tamaño de cada contrato.
- Variación mínima del precio.
- Fecha de entrega del activo subyacente.
- Importe de las garantías.
- Unidad de cotización.
- Fecha de vencimiento de los contratos.
- Horas de negociación.

En MEFF solamente podrán operar intermediarios financieros autorizados. Las personas físicas o jurídicas que no sean miembros del mercado operarán transmitiendo sus órdenes, de compra y de venta, a los intermediarios financieros autorizados.

En MEFF existen una serie de agentes autorizados para realizar transacciones en el mercado, que deben cumplir con la condición de ser sociedades o agencias de valores, entidades de crédito o ESI autorizadas para actuar en la UE. La función de los cuatro tipos de miembros del MEFF se detalla a continuación:

- Miembro negociador: su función consiste exclusivamente en negociar directamente en el mercado, por cuenta propia y por cuenta de sus clientes. Deberán establecer un acuerdo con uno o varios miembros liquidadores, a través de los cuales liquidarán sus operaciones y constituirán las garantías oportunas, ya que los miembros negociadores no tienen función liquidadora. En MEFF Renta Variable, actúan, además, Miembros Negociadores por Cuenta Propia (MNCPs), cuyo objetivo principal es generar liquidez en el mercado de derivados.
- Miembro liquidador: pueden realizar operaciones por cuenta propia y por cuenta de sus clientes. Deben realizar la constitución de las garantías por las posiciones abiertas, y las liquidaciones de pérdidas y ganancias diarias por las transacciones realizadas, por cuenta propia y de sus clientes, así como por las realizadas por otros Miembros, con los que así lo hayan acordado y comunicado a MEFF. Deben establecer un contrato con uno o varios Miembros Liquidadores Custodios para la constitución y el ajuste de las garantías diarias.
- Miembro liquidador custodio: miembro liquidador que, además, es Entidad Gestora de Anotaciones de Deuda del Estado. Están autorizados para custodiar las garantías a favor de MEFF, de esta manera, actúan como custodios de los depósitos de garantía establecidos por los Miembros liquidadores.
- Creador de mercado: este papel puede asumirlo cualquiera de los agentes anteriormente citados. Realizará operaciones por cuenta propia y cotizará valores, con el fin de garantizar liquidez al mercado.

El Sistema de Negociación de MEFF está basado en un sistema informático de negociación y compensación de instrumentos derivados, denominada Plataforma MEFF S/MART. A continuación, se hace una aproximación a los componentes de este sistema:

- Núcleo central: aquí están las Unidades de Registro y Anotación, donde se lleva la posición de la Cámara a nivel de cada cuenta, además de varias

Unidades de Negociación, donde residen los libros de órdenes introducidas por cada operador. En el núcleo se cruzan, las órdenes a través del mecanismo, inmediato o a través de subastas de precios, correspondiente.

- Terminales de operación: a través de ellas, se podrá consultar en tiempo real, a nivel de miembro, cliente, cuenta y contrato, las posiciones abiertas, el estado de las órdenes enviadas, comisiones, depósitos, ganancias y pérdidas realizadas y no realizadas. Los operadores dispondrán, mediante las terminales, de la información sobre la situación del mercado que precisen.

MEFF no sólo actúa como mercado, sino que además es una Cámara de Compensación, a diferencia de otras organizaciones internacionales de derivados, en las que mercado y cámara de compensación están separados jurídicamente y son sociedades no vinculadas. MEFF integra todos los procesos necesarios para organizar la negociación, liquidación y compensación de las operaciones de derivados.

La Cámara de Compensación es una de las bases fundamentales de cualquier mercado de derivados, pues permite que las partes negociantes de un contrato queden relacionadas con dicha cámara y no de modo directo, lo cual absorbe el riesgo de contrapartida, eliminándolo, y asegura el anonimato de los negociadores. Desde el momento que los Miembros de Mercado registran una operación en MEFF, éste asume los derechos y las obligaciones inherentes a la operación y se convierte en comprador frente al vendedor y vendedor frente al comprador.

Para poder llevar a cabo la actividad anteriormente citada, la cámara de compensación gestiona el riesgo en tiempo real de las posiciones de todos los inversores, determina los depósitos de garantía requeridos para operar y realiza la liquidación al vencimiento de los contratos, ya sea organizando las entregas necesarias del activo subyacente o liquidando por diferencias en su caso. Al final de cada sesión de negociación, liquida las pérdidas y ganancias a los participantes del mercado, abonando o cargando las correspondientes ganancias o pérdidas realizadas durante el día. Concretamente se procede a liquidar las pérdidas y ganancias en futuros y de las primas de las opciones negociadas y las comisiones aplicables.

Los miembros del mercado reciben los resultados de la liquidación y la compensación a los pocos minutos del cierre de la sesión, a través de los terminales de negociación, instalados en sus mesas de Tesorería. La liquidación diaria se realiza por los miembros liquidadores mediante las cuentas de tesorería que mantienen en el Banco de España.

El establecimiento de garantías es un elemento fundamental en la operativa con activos financieros derivados. MEFF fija una serie de garantías en efectivo, que deben ser desembolsadas por los agentes que deseen operar en su mercado, dado el elevado riesgo, en el que se puede incurrir al trabajar con derivados, y el elevado riesgo de crédito o impago que existe, de cara a las obligaciones de los inversores. Las garantías sirven de cobertura del riesgo que la Cámara de Compensación asume en su función de garante.

Existen tres tipos de garantías diferentes:

- Garantía inicial: garantía a nombre de MEFF, que debe establecer cada Miembro Liquidador cuando se constituye como tal. Su objeto es

cubrir el riesgo *overnight*, es decir, el riesgo generado, por el miembro liquidador y sus clientes, desde el momento que abren una posición hasta que dicha posición queda cubierta por el depósito de la garantía diaria. El máximo riesgo *overnight* que un miembro puede asumir se denomina límite operativo diario y puede ampliarse con el aumento de los fondos destinados a la garantía inicial.

- Depósitos de garantía: se trata de una garantía variable consistente en un depósito diario, exigido a todos los miembros y clientes, para cubrir la exposición al riesgo derivado de sus posiciones abiertas. Este depósito cubre el coste total, que supondría cerrar, teniendo en cuenta su cartera global, todas las posiciones abiertas de un titular. Se calcula a través del sistema MEFFCOM2 con la realización de un análisis global de la cartera de cada cliente. Los Miembros Liquidadores Custodios guardan o custodian los depósitos de garantía diaria.
- Garantía extraordinaria: además del requerimiento de la Garantía Diaria, la Cámara de Compensación puede solicitar Garantías Extraordinarias bajo circunstancias excepcionales o como resultado de posiciones que MEFF considere de Alto Riesgo.

Las distintas circulares que regulan la actividad de MEFF detallan las diferentes formas de materialización de garantías exigidas, ya sea en forma de prenda de valores, transferencias de valores, efectivo u otros.

Se enumeran, a continuación, los tipos de contratos estandarizados que se negocian actualmente en los mercados de opciones y de futuros financieros españoles, así como sus características principales:

1. Contrato de futuros sobre el índice IBEX 35:

- Activo subyacente: índice IBEX 35.
- Descripción del índice: el IBEX 35 es un índice ponderado por capitalización, compuesto por las 35 compañías más líquidas que cotizan en el Mercado Continuo de las cuatro bolsas Españolas.
- Multiplicador: 10 euros. Es la cantidad por la que se multiplica el índice IBEX 35 para obtener su valor monetario. Por tanto, cada punto del índice IBEX 35 tiene un valor de 10 euros.
- Nominal del contrato: en cada momento, el nominal del contrato se obtiene multiplicando la cotización del futuro IBEX 35 por el multiplicador. De esta forma, si el futuro IBEX 35 tiene un precio en puntos de 10.000 su correspondiente valor en euros será: $10.000 \cdot 10 = 100.000$ euros.
- Forma de cotización: en puntos enteros del índice, con una fluctuación mínima de un punto. Así, por ejemplo, para una cotización de 10.000 puntos su cotización inmediatamente inferior y superior serán 9.999 y 10.001, respectivamente.
- Fluctuación máxima: no existe.
- Vencimientos: estarán abiertos a negociación, compensación y liquidación:
 - Los diez vencimientos más próximos del ciclo trimestral marzo-junio-septiembre-diciembre.
 - Los dos vencimientos mensuales más próximos que no coincidan con el primer vencimiento del ciclo trimestral.

- Los vencimientos del ciclo semestral junio-diciembre no incluidos anteriormente hasta completar vencimientos con una vida máxima en su inicio de cinco años.
 - Fecha de vencimiento: tercer viernes del mes de vencimiento.
 - Último día de negociación: la fecha de vencimiento.
 - Liquidación de comisiones: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
 - Liquidación diaria de pérdidas y ganancias: antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha de transacción, en efectivo, por diferencias entre el precio de compra o venta y el Precio de Liquidación Diaria. A modo de ejemplo, una compra de 30 futuros IBEX 35 a 10.000 con un Precio de Liquidación a final de sesión de 10.020 tendrá la siguiente liquidación: $(10.020 - 10.000) \cdot 30 \cdot 10 = 6.000$ euros.
 - Precio de liquidación diaria: media aritmética entre el mejor precio de compra y de venta para cada vencimiento al cierre de Mercado cada día.
 - Liquidación a vencimiento: por diferencias con respecto al precio de liquidación a vencimiento.
 - Precio de liquidación a vencimiento: media aritmética del índice IBEX 35 entre las 16:15 y las 16:45 de la fecha de vencimiento, tomando un valor por minuto.
 - Garantías: una cantidad fija de 10.000 euros (1.000 puntos) por cada futuro comprado o vendido. En carteras con posiciones combinadas de opciones y futuros, las garantías serán variables en función de dicha cartera. Las garantías se deben constituir antes del inicio de la sesión siguiente.
 - Horario de subasta: desde las 8:30 a.m hasta las 9:00 a.m.
 - Horario de mercado: desde las 9:00 a.m. hasta las 5:35 p.m.
2. Contrato de futuros MINI sobre IBEX 35:
- Activo subyacente: índice IBEX 35.
 - Multiplicador: 1 euro.
 - Nominal del contrato: en cada momento, el nominal del contrato se obtiene multiplicando la cotización del futuro Mini IBEX 35 por el Multiplicador.
 - Vencimientos: estarán abiertos a negociación, compensación y liquidación:
 - Los diez vencimientos más próximos del ciclo trimestral marzo-junio-septiembre-diciembre.
 - Los dos vencimientos mensuales más próximos que no coincidan con el primer vencimiento del ciclo trimestral.
 - Los vencimientos del ciclo semestral junio-diciembre no incluidos anteriormente hasta completar vencimientos con una vida máxima en su inicio de cinco años.
 - Fecha de vencimiento: tercer viernes del mes de vencimiento.

- Fecha de liquidación del contrato: primer día hábil posterior a la fecha de vencimiento.
 - Último día de negociación: la fecha de vencimiento.
 - Formas de cotización de los precios de futuro: en puntos enteros del Índice, con una fluctuación mínima de 5 puntos.
 - Fluctuación máxima del precio: no existe.
 - Liquidación diaria de pérdidas y ganancias: antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha de la transacción, en efectivo, por diferencias respecto al precio de liquidación diaria.
 - Liquidación de las comisiones: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
 - Garantías: una cantidad fija de 1.000 euros (1.000 puntos) por cada futuro comprado o vendido. En carteras con posiciones combinadas de opciones y futuros, las garantías serán variables en función de dicha cartera. Las garantías se deben constituir antes del inicio de la sesión siguiente.
 - Precio de liquidación diaria: el de los futuros IBEX 35.
 - Horario de subasta: desde las 8:30 a.m hasta las 9:00 a.m.
 - Horario de mercado: desde las 9:00 a.m hasta las 5:35 p.m.
3. Contrato de opciones sobre el índice IBEX 35:
- Activo subyacente: un futuro mini sobre IBEX 35 del mismo vencimiento.
 - Estilo de la opción: europea (se ejerce sólo en la fecha de ejercicio).
 - Tipos de opción: de compra (*call*) y de venta (*put*).
 - Vencimientos: estarán abiertos a negociación, compensación y liquidación:
 - Los diez vencimientos más próximos del ciclo trimestral marzo-junio-septiembre-diciembre.
 - Los dos vencimientos mensuales más próximos que no coincidan con el primer vencimiento del ciclo trimestral.
 - Los vencimientos del ciclo semestral junio-diciembre no incluidos anteriormente hasta completar vencimientos con una vida máxima en su inicio de cinco años.
 - Fecha de vencimiento: tercer viernes del mes de vencimiento.
 - Fecha de ejercicio: la fecha de vencimiento.
 - Fecha de liquidación del contrato: la posición en futuros creada como consecuencia del ejercicio de la opción tomará como fecha valor la fecha de ejercicio, al cierre de la sesión en dicha fecha.
 - Ejercicio: automático para todos los contratos que aporten beneficio a su tenedor.
 - Último día de negociación: la fecha de vencimiento.
 - Precios de ejercicio: en puntos enteros del futuro mini sobre IBEX 35. Para los contratos con vencimiento superior a dos meses, los precios de ejercicio terminarán en centena exacta; para los contratos con vencimiento inferior a dos meses, los precios de ejercicio terminarán en 50 o en centena exacta.

- Formas de cotización de las primas: en puntos enteros del futuro mini sobre IBEX 35, con una fluctuación mínima de 1 punto; cada punto equivale a 1 euro.
- Fluctuación máxima de las primas: no existe.
- Liquidación de las primas: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
- Liquidación de las comisiones: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
- Garantías: variable en función de la cartera de opciones y futuros. se suministrarán antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha del cálculo.
- Horario de subasta: desde las 8:30 a.m hasta las 9:00 a.m.
- Horario de mercado: desde las 9:00 a.m hasta las 5:35 p.m.

4. Opciones sobre acciones:

- Activo subyacente: acciones de las sociedades que se indiquen por circular. Actualmente son: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, Acs Cons y Serv, Aguas de Barcelona, Antena 3TV, Banco Popular, Banco Sabadell, Banesto, Bankinter, BBVA, BME, Cintra, Criteria, Enagas, Endesa, FCC, Gamesa, Gas Natural, Telecinco, Grifols, Grupo Ferrovial, Iberdrola, Iberdrola Renovables, Iberia, Inditex, Indra, Mapfre, NH Hoteles, Prisa, Ree, Repsol YPF, Sacyr Vallehermoso, Santander, Sogecable, Telefónica, Unión Fenosa.
- Nominal de contrato: 100 acciones por contrato. Por tanto, el precio de un contrato de opciones sobre acciones con una Prima, por ejemplo, de 1,27 euros será: $100 \cdot 1,27 = 127$ euros. Debido a operaciones societarias, algunos contratos tienen temporalmente en algunos vencimientos un nominal distinto a 100 acciones por contrato.
- Tipos:
 - *Call* (opción de compra). Esta opción da a su comprador el derecho a comprar y a su vendedor la obligación a vender el activo subyacente, al precio de ejercicio y hasta la fecha de vencimiento a cambio del pago para el comprador o el cobro para el vendedor de una prima.
 - *Put* (opción de venta). Esta opción da a su comprador el derecho a vender y a su vendedor la obligación a comprar el activo subyacente, al precio de ejercicio y hasta la fecha de vencimiento a cambio del pago para el comprador o el cobro para el vendedor de una prima.
- Vencimientos: se negociarán en todo momento, al menos, los vencimientos correspondientes al primer ciclo marzo-junio-septiembre-diciembre. Para los activos subyacentes Telefónica, BBVA, SCH, Endesa, Repsol e Iberdrola, estarán abiertos, además, los seis vencimientos trimestrales siguientes y los posteriores vencimientos del ciclo semestral junio-diciembre hasta completar vencimientos con una vida máxima en su inicio de cinco años.
- Fecha de vencimiento: tercer viernes del mes de vencimiento.
- Fecha de ejercicio: cualquier día hábil hasta la fecha de vencimiento incluida.

- Fecha de liquidación del contrato: en la fecha de ejercicio se realizarán las compraventas de acciones, que se liquidarán en el plazo que les corresponda.
 - Ejercicio: el ejercicio se comunicará a MEFF RV conforme al procedimiento establecido en las presentes condiciones generales, en su caso, tal como se desarrolle y especifique por circular, generándose la correspondiente operación bursátil de contado el mismo día del ejercicio. La asignación de ejercicios se hará de forma proporcional, y se les comunicará a los afectados de acuerdo a los procedimientos y horarios que se establezcan por circular.
 - Último día de negociación: la fecha de vencimiento.
 - Formas de cotización de las primas: en euros por acción, con una fluctuación mínima de 1 céntimo de euro.
 - Fluctuación máxima de las primas: no existe.
 - Liquidación de las primas: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
 - Liquidación de las comisiones: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
 - Garantías: variable. Se suministrarán antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha del cálculo.
 - Horario de subasta: desde las 8:30 a.m. hasta las 9:00 a.m.
 - Horario de mercado: desde las 9:00 a.m. hasta las 5:35 p.m.
5. Futuros sobre acciones españolas:
- Activo subyacente: acciones de las sociedades que se indiquen por circular. Actualmente son: Abengoa, Abertis, Acciona, Acerinox, ACS, Aguas de Barcelona, Altadis, Antena 3TV, Banco Popular, Banco Sabadell, Banesto, Bankinter, BBVA, BME, Cintra, Critería, Enagas, Endesa, FCC, Gamesa, Gas Natural, Telecinco, Grifols, Grupo Ferrovial, Iberdrola, Iberdrola Renovables, Iberia, Inditex, Indra, Mapfre, NH Hoteles, Prisa, Red Electrica Esp., Repsol YPF, Sacyr Vallehermoso, Santander, Sogecable, Telefónica, Unión Fenosa.
 - Nominal del contrato: 100 acciones (excepto cuando haya habido ajustes por operaciones de capital).
 - Vencimientos: estarán abiertos a negociación, compensación y liquidación seis vencimientos, los cuatro vencimientos trimestrales más próximos del ciclo marzo-junio-septiembre-diciembre y los dos mensuales más próximos que no coincidan con los trimestrales.
 - Fecha de vencimiento: tercer viernes del mes de vencimiento.
 - Formas de liquidación: hay futuros por entrega y futuros por diferencias.
 - Fecha de liquidación del contrato: para los futuros por entrega, en la fecha de vencimiento se realizan las compraventas de acciones que se liquidan en el plazo que les corresponda.
 - Último día de negociación: la fecha de vencimiento.
 - Formas de cotización de precios: en euros por acción, con una fluctuación mínima de 1 céntimo de euro.
 - Fluctuación máxima del precio: no existe, si bien podrá fijarse por circular.

- Liquidación diaria de pérdidas y ganancias: diariamente, antes de la hora establecida por circular, en efectivo, por diferencias respecto al precio de liquidación diaria de la sesión anterior.
 - Liquidación de comisiones: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
 - Garantías: variable (ver circular “Parámetros a utilizar para el cálculo de garantías diarias”). Se suministrarán antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha del cálculo.
 - Precios de liquidación diaria: serán una aproximación al “precio de mercado”. Los criterios se determinarán por circular. En la fecha de vencimiento será el precio de referencia.
 - Horario de subasta: desde las 8:30 a.m. hasta las 9:00 a.m.
 - Horario de mercado: desde las 9:00 a.m. hasta las 5:35 p.m.
6. Futuros sobre acciones europeas:
- Activo subyacente: acciones de las sociedades que se indiquen por circular. Actualmente son: Aegon NV, Air Liquide, Alcatel S.A., Allianz AG, Assicurazioni Generali SpA, AXA S.A., BASF AG, Bayer AG, BNP Paribas, Carrefour S.A., Cie de Saint-Gobain, Credit Agricole SA, DaimlerChrysler AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Telekom AG, EON AG, Enel SpA, ENI SpA, Fortis, France Telecom S.A., Groupe Danone, ING Groep NV, Koninklijke Philips Electronics NV, L'Oreal S.A., LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A., Muenchener Rueckversicherungs AG, Nokia OYJ, Renault S.A., RWE AG, Sanofi-Aventis, Sanpaolo IMI SpA, SAP AG, Siemens AG, Societe Generale, Suez S.A., Telecom Italia SpA, Total S.A., UniCredito Italiano SpA, Unilever NV, Vivendi.
 - Nominal del contrato: 100 acciones (excepto cuando haya habido ajustes por operaciones de capital).
 - Vencimientos: estarán abiertos a negociación, compensación y liquidación seis vencimientos, los cuatro vencimientos trimestrales más próximos del ciclo marzo-junio-septiembre-diciembre y los dos mensuales más próximos que no coincidan con los trimestrales.
 - Fecha de vencimiento: tercer viernes del mes de vencimiento.
 - Forma de liquidación: por diferencias.
 - Precio de referencia: el precio de liquidación diaria para el contrato que vence será el precio de cierre oficial de la acción en la Bolsa de referencia, a excepción de los futuros sobre acciones cuya Bolsa de referencia es la Borsa Italiana, cuyo precio de liquidación diaria en la fecha de vencimiento será el precio de apertura de la subasta en la fecha de vencimiento.
 - Fecha de liquidación del contrato: fecha de vencimiento.
 - Último día de negociación: fecha de vencimiento, excepto contratos de la Borsa Italiana que dejan de negociarse el día anterior a la fecha de vencimiento.
 - Forma de cotización de los precios: en euros por acción, con una fluctuación mínima de un céntimo de euro, excepto contratos

de la Borsa Italiana cuya fluctuación mínima es de un milésimo de euro.

- Fluctuación máxima del precio: no existe, si bien podrá fijarse por circular.
 - Liquidación diaria de pérdidas y ganancias: diariamente, antes de la hora establecida por circular, en efectivo, por diferencias respecto al precio de liquidación diaria de la sesión anterior.
 - Liquidación de comisiones: primer día hábil posterior a la fecha de la transacción.
 - Garantías: variable. Se suministrarán antes del inicio de la sesión del día hábil siguiente a la fecha del cálculo.
 - Precios de liquidación diaria: el precio de liquidación diaria será para cada uno de los vencimientos abiertos a negociación el Precio Teórico del Futuro resultante de sumar la base estimada para cada vencimiento al precio de cierre de la acción en la Bolsa de referencia de cada acción.
 - Horario de subasta: desde las 8:30 a.m. hasta las 9:00 a.m.
 - Horario de mercado: desde las 9:00 a.m. hasta las 5:35 p.m.
7. Contrato de futuros sobre un bono nocional a diez años:
- Activo subyacente: bono nocional de Deuda Pública con un cupón anual del 4% y vencimiento a diez años.
 - Valor nominal: 100.000 euros.
 - Vencimientos negociados: marzo, junio, septiembre y diciembre.
 - Fecha de vencimiento: tercer miércoles del mes de vencimiento.
 - Último día de negociación: dos días hábiles anteriores a la fecha del vencimiento.
 - Forma de cotización: en porcentaje del nominal.
 - Fluctuación mínima: un punto básico, igual a 10 euros.
 - Liquidación vencimiento: entrega obligatoria.
 - Depósitos de garantía: los depósitos se calculan teniendo en cuenta la cartera global de futuros y opciones.
 - Horarios de negociación: desde las 8:00 a.m. hasta las 5:15 p.m.

A través de MEFF Euroservices, miembros de MEFF y sus clientes pueden negociar algunos de los productos de EUREX; tales como el futuro Euro Bund, el futuro Euro Bobl, el futuro Euro Schatz y otros productos, entre otros, futuros sobre índices internacionales como Dow Jones Stoxx 50, Dow Jones EuroStoxx 50 o Dax.

2.7. La gestión del riesgo de tipo de interés en la empresa.

Derivados y estructurados financieros de tipo de interés²⁷

La fuerte variabilidad de los precios de determinadas categorías económicas (*commodities*, divisas, dinero, etc.) es la causa genérica del crecimiento del

²⁷ Este apartado ha sido elaborado por Eduardo de Souza Díaz-Pavón, licenciado en Economía por la Universidad de La Coruña y Máster en Banca y Finanzas. Comienza su actividad en Caixa Galicia y en la actualidad reside en Frankfurt, donde trabaja como operador de mercado en la Asesoría Land.

riesgo financiero al que están expuestas las empresas. La tendencia liberalizadora que caracteriza a los mercados mundiales desde la llamada crisis del petróleo o de las materias primas (1970) constituye el motivo fundamental de esa variabilidad (F. R. Doldán Tié, 2003). Dadas las consecuencias desfavorables que de todo riesgo pueden derivarse, el mercado descontará en cualquiera de las expresiones de valor de la empresa (cotización, capitalización, dividendo, etc.) factores de riesgo detectados que pueden afectar a la misma y que en última instancia llevan a incorporar a las actividades de gestión de la empresa acciones y políticas de cobertura.

Entre las clases de medios para la gestión del riesgo destacamos los basados en ciertos instrumentos financieros, cuya repercusión patrimonial es sensiblemente menor a las denominadas acciones o decisiones *on balance sheet*, que lucen sustancialmente en el balance empresarial y que por lo general resultan bastante costosas. Por ejemplo ante un posible riesgo cambiario, se podrían adoptar acciones de cobertura que se identifican con decisiones tradicionales, pasar a producir en el extranjero o la compra *a priori* de la divisa en cuestión son algunas de ellas. A diferencia de las anteriores, las decisiones *off balance sheet* o fuera de balance se basan en contratos de operaciones a plazo, en los que las partes acuerdan el precio aplicable para una determinada variable económica en un momento futuro. La utilización de instrumentos derivados, futuros y opciones, para la gestión de los riesgos financieros en la empresa es una práctica extendida en la actualidad, resultado de la aplicación de la “moderna ingeniería financiera” a la microeconomía.

En este apartado se tratan de abordar los principios teóricos que desde una perspectiva predominantemente práctica y descriptiva resultan de los productos derivados de primera generación, y de cuya combinación resultan estructuras más complejas adaptadas a las necesidades y perfiles de riesgo de los agentes económicos que operan en los mercados globales con exposición a distintos riesgos financieros y, en particular, al riesgo de tipo de interés.

La exposición al riesgo de tipo de interés, como situación más característica, es consecuencia de las políticas de endeudamiento a largo plazo de la empresa, aunque en general se entiende igualmente que toda operación de renta fija, al establecerse contractualmente en ella un tipo de interés nominal, está afectada por la variabilidad de los tipos de interés en el mercado.

El intenso crecimiento de necesidades de financiación a partir de la crisis de las materias primas, originó una fuerte tendencia a la contratación de tipos de interés variables o indicados (Euríbor, Libor...). En tales condiciones las subidas de los tipos de interés pueden repercutir en excesivos costes financieros que deterioren la ratio de cobertura de intereses en una empresa de la deuda, dado lo ineludible de las obligaciones contraídas por ésta; igualmente pudiera resultar que, en operaciones de financiación a tipos nominales fijos una bajada de tipos de interés implicase incurrir en mayores gastos, expresados esta vez en términos de coste de oportunidad.

En general, podemos definir el tipo de interés como el precio a pagar por el uso de una cantidad de dinero durante un periodo de tiempo. Este precio es fluctuante debido a múltiples causas, lo que incorpora incertidumbre en aquellas empresas que financian su deuda a tipo de interés

variable y que pueden verse afectadas por subidas en los tipos de interés, al tener que incurrir en unos mayores costes de financiación. Otros efectos negativos derivados de las tasas de endeudamiento flotantes en la empresa son: mayor variabilidad en los resultados y cuenta de pérdidas y ganancias; mayor incertidumbre sobre la rentabilidad de nuevos proyectos; dificultad en la planificación económico-financiera de la empresa y en la realización de las proyecciones de flujos de caja (habituales en los *project finance*); afección sobre las ratios de endeudamiento y otras ratios de gestión; variabilidad en el ROE (*Return on Equity* o Rentabilidad sobre Recursos Propios); etc.

2.7.1. Tipo de interés a corto plazo

El tipo de interés a corto plazo es el utilizado para plazos hasta un año y viene determinado por la oferta y la demanda de dinero por parte de los agentes económicos (bancos, empresas, particulares...). La referencia más común del tipo de interés a corto plazo se conoce como Euríbor.

El Euríbor (*Euro Inter Bank Offered Rate*) se publica diariamente como resultado del *fixing* (fijación) que supervisa el Banco Central Europeo, y en el cual un pool de cuarenta bancos europeos seleccionados por criterios de tamaño, liquidez y solvencia, establecen el tipo de interés al que están dispuestos a prestar y tomar prestado dinero entre sí para quince plazos dados, todos ellos inferiores al año.

$$\frac{\text{BAI} + \text{Gastos Financieros}}{\text{Gastos Financieros}}$$

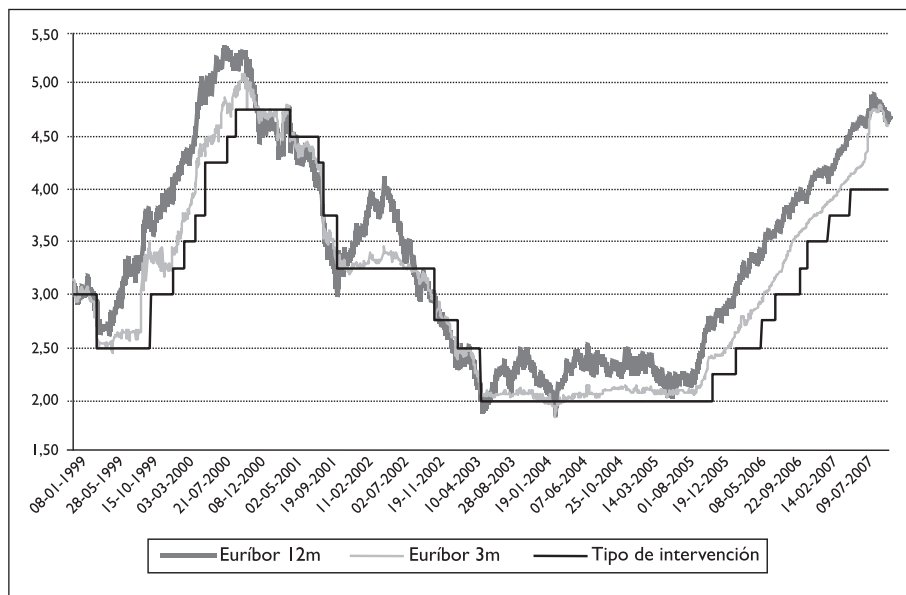
La ratio de cobertura de intereses expresa el número de veces que una empresa puede hacer frente al pago de intereses (gastos financieros) derivados de su deuda. Una ratio por debajo de uno implicaría el incumplimiento de los compromisos adquiridos al no poder afrontar el pago en tiempo y forma.

Se trata por tanto de un precio muy transparente y cuya evolución en el corto plazo viene marcada por el tipo de intervención del Banco Central Europeo. Sin embargo, a medida que nos alejamos en los plazos de Euríbor se van incorporando en mayor medida expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés. El vencimiento más largo del índice es la referencia Euríbor 12 meses, mientras que el vencimiento más corto corresponde al Euríbor O/N (*Overnight* o a una noche). Se puede concluir por tanto, que los tipos de interés a corto plazo o Euríbor resultan por lo general buenos indicadores adelantados de la política monetaria del Banco Central Europeo, cuyo principal instrumento de política monetaria en la economía es el Tipo Repo Oficial o Tipo de Intervención.

Como se observa en el gráfico, cuando la tendencia es alcista los diferenciales entre tipos tienden a aumentar, es el caso del periodo 28/05/1999- 08/12/2000, consistentes con la política monetaria restrictiva del momento que adelantaba nuevas revisiones al alza del Tipo Repo del BCE. Por el contrario, cuando la tendencia es bajista (08/12/2000- 11/02/2002), los diferenciales se hacen más estrechos, e incluso negativos,

al esperarse por los agentes económicos movimientos a la baja en el Tipo Oficial del Dinero.

Gráfico 2.4. Evolución Euríbor vs. Tipo Repo BCE.



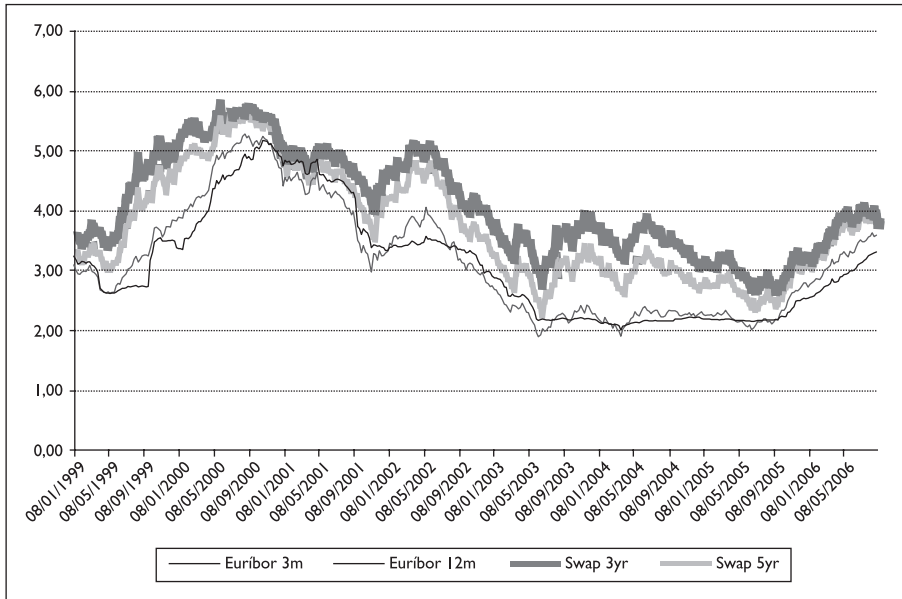
2.7.2. Tipo de interés a largo plazo

La curva a largo viene determinada igualmente por la oferta y la demanda monetaria, y está fuertemente relacionada con los tipos a corto, al poder reducirse ésta a una concatenación de los tipos Euríbor. Los tipos de interés a largo plazo son los tipos cotizados a plazos superiores a doce meses, cuya referencia más común al referirnos a riesgo bancario es el tipo swap. Por tipo swap entendemos el tipo al que podemos cambiar un tipo variable (por ejemplo, cualquiera de los vencimientos cotizados de Euríbor) por otro tipo, esta vez fijo, durante un periodo de tiempo establecido. La curva *swap* cotiza con unas convenciones específicas de mercado que resumen el intercambio o permuta financiera de tipos. Así, el tipo variable es un Euríbor 6 meses pagadero semestralmente hasta el vencimiento (plazo del tipo swap), revisable cada seis meses, y que cotiza en base act/360. Mientras que el tipo fijo o tipo swap se paga anualmente y su base es 30/360. Este último es precisamente al que nos referimos cuando hablamos de tipo de interés a largo plazo o tipo swap.

El tipo swap resulta igual de líquido y transparente que el tipo a corto plazo o Euríbor, sin embargo en la medida en que la mayor parte de la operaciones de inversión/financiación se referencia a un índice Euríbor, el tipo swap goza de menos publicidad, y hay que recurrir a pantallas especializadas (Reuters, Bloomberg) y contribuidores de mercado para conocer su cotización.

En el Gráfico 2.5 podemos ver la cotización en el tiempo de los Euríbor a tres y doce meses, así como los tipos swap a tres y cinco años. Cuando la tendencia de mercado es alcista, la distancia entre los tipos a largo plazo y a corto se amplía, al revés ocurre en escenarios bajistas, donde los diferenciales entre tipos tienden a reducirse.

Gráfico 2.5. Evolución Euríbor vs. Swap.

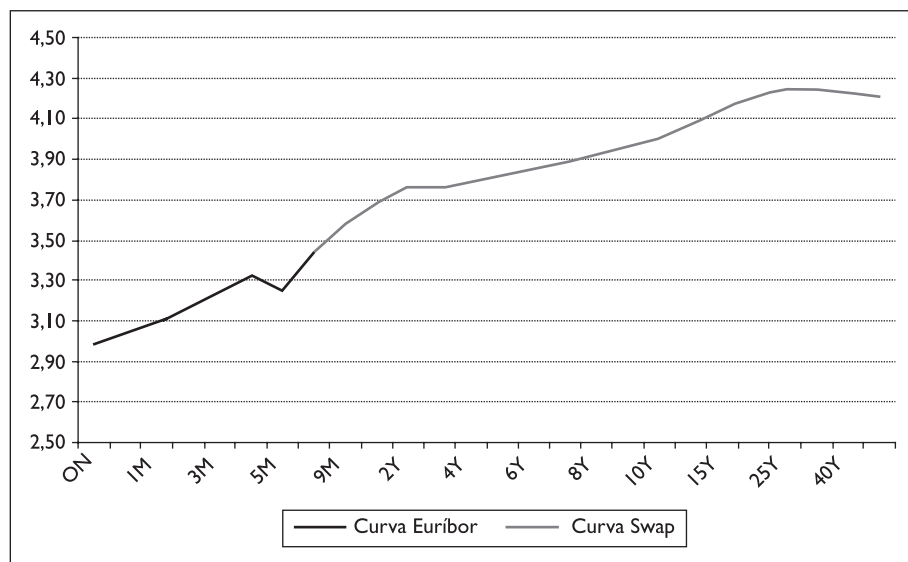


Por lo general, los tipos a más largo plazo son mayores que los tipos con vencimientos más cercanos, esto responde a la lógica económica implícita en el concepto “valor temporal del dinero”. Los inversores tienen normalmente aversión al riesgo, por lo que permaneciendo constantes las demás condiciones pedirán tipos de interés más altos para aceptar operaciones con maduraciones más largas. Así, una transacción con mayor vencimiento llevará aparejada un tipo de interés más alto al objeto de preservar el poder adquisitivo del prestatario, se trata de incentivar a este último a realizar la operación a la vez que de mitigar los mayores riesgos inherentes en los contratos a largo plazo (devolución del capital, variación de tipos...).

La relación entre tipo de interés y plazo configura la estructura temporal de tipos de interés o curva de rendimientos, para un riesgo crediticio dado. La forma de la curva de rendimientos materializa la opinión del mercado sobre los tipos de interés futuros. Por lo general la curva de rendimientos presenta una pendiente positiva, en la que los tipos a largo plazo son mayores que los de corto, a esta curva se la denomina normal o positiva. De una estructura temporal de tipos de interés con inclinación ascendente se deducen expectativas alcistas en tipos. Mientras que una curva de rendimientos con pendiente negativa, al contrario, implicaría

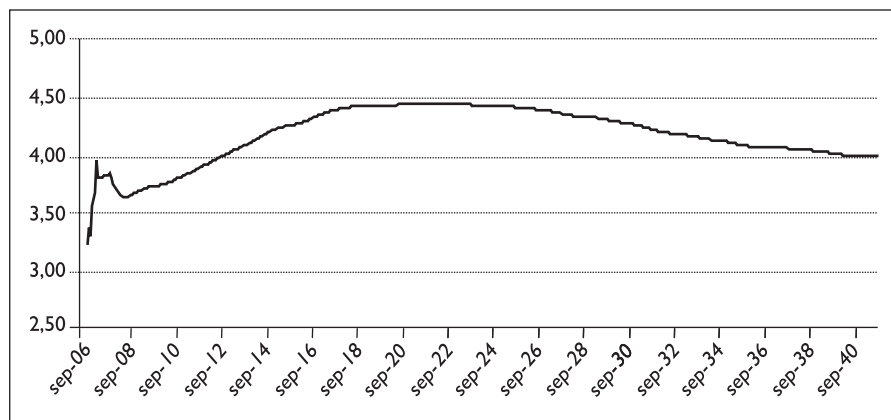
que el mercado espera que los tipos caigan (a este estado de la curva se la conoce como curva invertida).

Gráfico 2.6. Curva de rendimientos para Riesgo Interbancario (noviembre 2006).



Previamente se había establecido la relación entre los tipos a corto y los tipos a largo, de manera simple habíamos reducido a estos últimos como una concatenación de los tipos Euríbores (presentes y futuros) durante la permuta o swap. Realizando este ejercicio sucesivamente sobre el Euríbor 3 meses podemos encontrar el Euríbor implícito, o a futuro, en las cotizaciones Euríbor-Swap de mercado. De manera que la curva esperada, o implícita, del Euríbor 3 meses a partir de la curva de rendimientos anterior resulta:

Gráfico 2.7. Tipo Futuro 3 meses (análisis con datos a noviembre 2006).



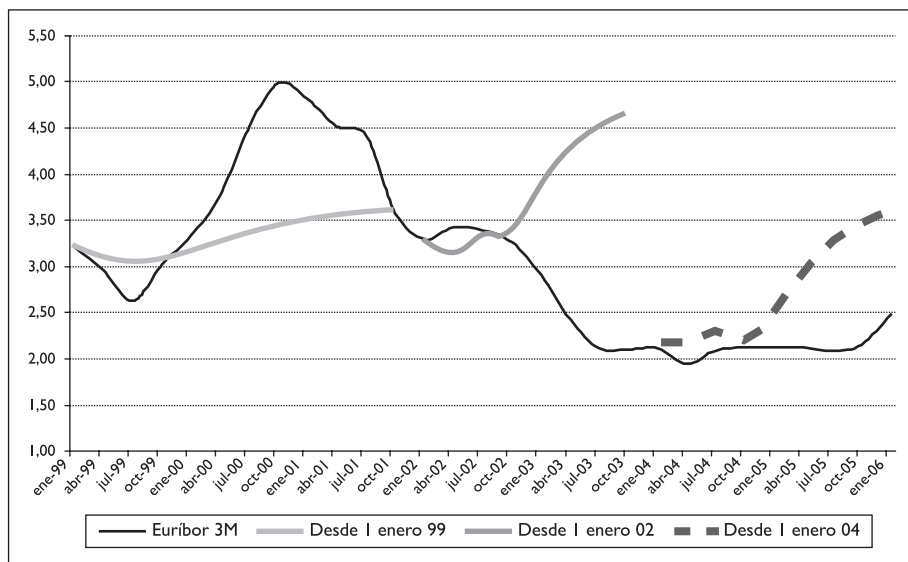
En el gráfico podemos ver la evolución del Euríbor 3 meses que des-
contaba el mercado a noviembre de 2006. Los agentes económicos con la
información disponible en forma de niveles de tipos Euríbor y tipos swap
cotizados, son capaces de anticipar el Euríbor 3 meses a futuro para cada
momento del tiempo. La falta de liquidez en el mercado, en ocasiones pro-
voca pendientes negativas o formas invertidas en los vencimientos más
largos de la curva.

El mercado incorpora únicamente la información que conoce en cada
momento, por lo que nueva información hace que se reajusten las ex-
pectativas, produciéndose movimientos en la curva de tipos a corto y a
largo. Si comparamos la evolución real del Euríbor 3 meses y los tipos
implícitos esperados por el mercado a partir de la curva Euríbor-Swap
al inicio de cada uno de los periodos de análisis, concluimos que sólo la
nueva información no recogida ni anticipada por los agentes económicos
provoca variaciones en los tipos de interés, como consecuencia del llama-
do “efecto sorpresa”.

La constante entrada de información provoca reajustes en las expec-
tativas, lo que se traduce en último término en aumentos de volatilidad y
creciente incertidumbre, una realidad a la que se enfrentan los operadores
o negociadores en los mercados globales actualmente.

El Gráfico 2.8 confronta las expectativas sobre la evolución esperada del
Euríbor 3 meses a unas fechas concretas (1 de enero de 1999, 1 de enero de
2002 y 1 de enero de 2004) contra la evolución real que siguió el índice. Se
demuestra cómo el mercado se equivoca en sus previsiones, y no siempre
los niveles implícitos en las condiciones de mercado a una fecha se termi-
nan por confirmar con los tipos contado llegado el momento futuro.

Gráfico 2.8. Tipos implícitos vs. Tipos reales.



Esto se explica por la introducción de nueva información en el tiempo,
así como desviaciones producidas sobre los datos previstos, ya incorporados

en forma de precio en los euríbores y swaps. Por lo general, la información más sensible y relevante suele ser aquella que se identifica con datos de producción, consumo, empleo y confianza de las economías.

2.7.3. Estructuras financieras para la gestión del riesgo de tipos de interés

El imparable crecimiento de los mercados derivados, en este, relativamente, corto periodo de tiempo, se ha conjugado con la evolución y desarrollo de los mercados financieros, en cuyos agentes se evidencia el continuo esfuerzo por innovar y atender las necesidades crecientes de los actores que en ellos operan. La innovación, verdadero motor de los cambios, en el campo financiero viene marcada por la aparición de los llamados productos derivados e híbridos, única forma de buscar una solución a la medida para cada situación y perfil de riesgo.

Aunque el objeto fundamental de este papel es cubrir en sus distintos aspectos las estructuras de coberturas de tipos de interés más comunes (Swap Bonificados, Caps y Collars), dado que la mayoría, como veremos, encuentra su base en el *Plain Vanilla Swap*, y puesto que en esencia, éste se trata de una serie de contratos *forward* concatenados sobre un índice de tipo de interés, procederemos a darle tratamiento de estructura.

En pocas palabras un swap es el resultado de un intercambio programado de flujos de caja futuros, devengados en periodos de tiempo especificados con frecuencias de pago establecidas de antemano. La modalidad más común, y la que desarrollaremos a continuación, es la de tipos de interés. Suele considerarse a la permuta financiera, swap, como una de las más recientes innovaciones financieras, la primera operación producida de este tipo fue llevada a cabo entre IBM y el Banco Mundial en 1981.

2.7.3.1. Plain Vanilla Swap

Con la denominación de tipo fijo, IRS (*Interest Rate Swap*), intercambio o permuta nos referimos a este instrumento de cobertura de riesgo de tipos de interés que permite cambiar flujos de intereses variables a fijos, o viceversa, sin producirse en ningún caso entrega del principal en la operación. Para la contratación de un swap es necesario el acuerdo entre las partes sobre la estructura de capital de la operación, el plazo, fechas de liquidación y el índice de referencia que determina el tipo de interés variable en la permuta.

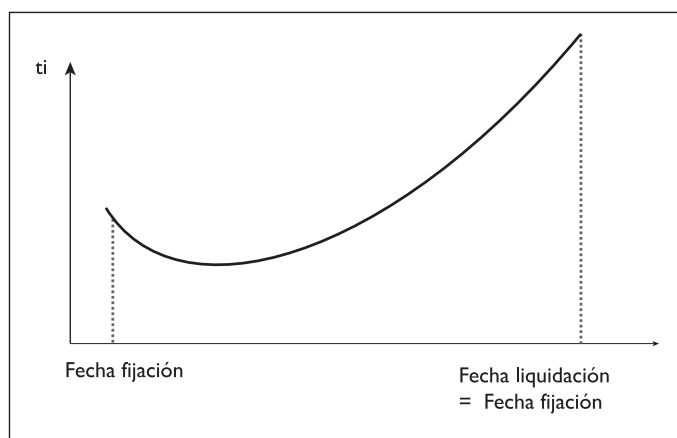
Un swap permite variar el perfil de riesgo en una financiación, sin necesidad de modificar las condiciones originales del préstamo. Aquellas empresas con endeudamiento referenciado a un índice Euríbor podrán eliminar o mitigar el riesgo de una eventual subida en los tipos de interés; igualmente, las empresas con un endeudamiento a tipo fijo, vía swap podrán cambiar el perfil de su financiación en un escenario de recorte de tipos en mercado. La ventaja principal del *Plain Vanilla Swap* es que permite la cobertura total o parcial del riesgo de tipo de interés con total flexibilidad y adaptación a las necesidades de la empresa (momento, importe y plazo).

Entre las alternativas posibles de contratación, destacan las siguientes modalidades de intercambio:

- *De Tipo Variable a Tipo de Interés Fijo*: la empresa se compromete a pagar un tipo de interés fijo, a cambio de recibir un tipo de interés variable (el índice variable suele coincidir con la referencia Euríbor de su deuda, de manera que el compromiso de pago en el préstamo es atendido por la pata flotante del swap).
- *De Tipo Fijo a Tipo de Interés Variable*: la empresa se compromete a pagar un tipo de interés variable a cambio de recibir un tipo fijo (con este último puede atender los compromisos de pagos fijos en una emisión de bonos o un préstamo a tipo fijo).
- *De Tipo Variable a Tipo de Interés Variable*: la empresa se compromete a pagar un tipo de interés variable en plazo y frecuencia establecida a cambio de recibir otro tipo variable, con plazo y frecuencia diferente al anterior. A esta modalidad de swap se la conoce como “*Basis Swap*” y permite a la empresa, por ejemplo, adaptar la frecuencia de pago y la referencia de su deuda.
- *Variante In Arrears*: en esta modalidad de swap, compatible con cualquiera de las anteriormente descritas, se establece la fijación del tipo de interés variable en la permuta al final del periodo, en lugar de al inicio como es habitual (*in advance*). La convención de mercado determina la fijación de la referencia variable al inicio del periodo de liquidación de intereses, no obstante, los tipos de interés podrán fijarse en cualquier momento atendiendo a lo establecido en el contrato swap. Así, si la fijación de tipos es al final del periodo y coincide con la liquidación, se la denomina fijación *in arrears*, o simplemente a final de periodo.

La fijación al final del periodo permite al emisor/vendedor de cualquier estructura concebida en formato swap incluir la variación de la pendiente en la curva Euríbor como elemento para la creación de valor en las coberturas. Esto puede ser recomendable cuando no pensamos que vaya a haber una subida en los tipos de interés y sin embargo el mercado sí la incorpora en la curva de implícitos o tipos esperados, igualmente puede resultar también interesante combinada con alguna estructura como el Swap Bonificado o el Túnel.

Gráfico 2.9.



Por otro lado, con unas expectativas de apuntamiento fuerte de la curva de rendimientos puede resultar interesante para el cobrador de tipo de interés variable (pagador de tipo fijo) en un contrato de swap que la referencia flotante que determina los flujos que recibe se revise con mayor periodicidad, de esta manera podrá empezar a “capturar” las subidas esperadas del índice mucho antes. En base a lo anterior se pueden diseñar productos en los que la referencia flotante que se paga/recibe y el momento de su fijación no coinciden con la frecuencia establecida por el índice en cuestión (por ejemplo, un Euríbor 12 meses revisable trimestralmente que se liquida con carácter mensual contra el tipo fijo del swap).

A través de un *Plain Vanilla Swap* una empresa con financiación a tipo variable (por ejmplo, Euríbor 12 meses) y con la necesidad de cubrir el riesgo derivado de una potencial subida en los tipos de interés, podría contratar un swap por el cual pagaría un tipo fijo a cambio de recibir un tipo variable. El perfil de la deuda de la empresa neto de la operación swap, cambia a tipo de interés fijo.



Del mismo modo, una empresa con financiación a tipo fijo, con una previsión a la baja sobre la evolución de los tipos de interés, tiene la posibilidad de aprovechar dicha coyuntura contratando un swap por el cual pagaría un tipo variable, a cambio de recibir un tipo fijo (el del préstamo). La empresa cambia el perfil de su deuda, el resultado de añadir la operación de swap al préstamo es una financiación a una tasa variable de interés.

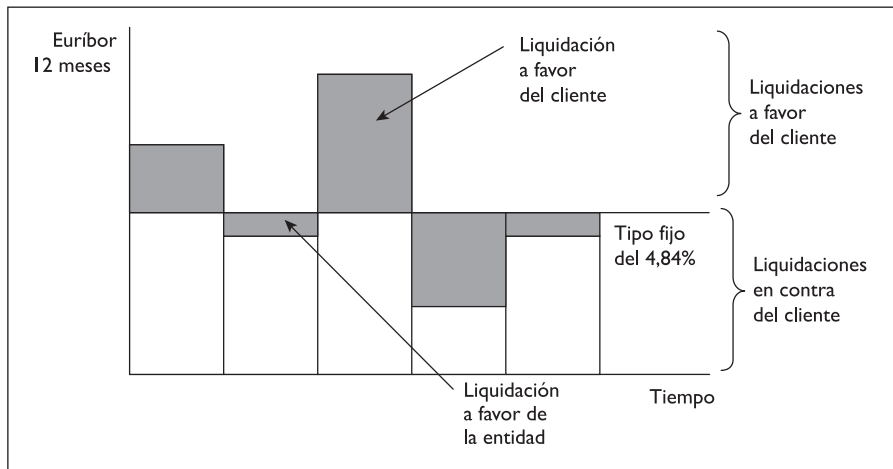


Por ejemplo, la empresa “A” tiene un préstamo concedido a diez años en el cual está pagando Euríbor 12 meses más un diferencial del 1,00%, preocupándole la posibilidad de que haya una subida de tipos de interés y de que sus costes financieros se vean incrementados en el medio plazo, se plantea cubrir el riesgo contratando un swap por el cual paga un tipo fijo, mientras recibe a cambio un tipo variable (Euríbor 12 meses + 1,00%). La referencia Tipo IRS a diez años es 3,84%.



En el Gráfico 2.10 se representan las liquidaciones de la estructura tipo fijo en el tiempo:

Gráfico 2.10.



La empresa recibe en cada una de las liquidaciones el exceso de la referencia Euríbor 12 meses + 1,00% sobre el Tipo Fijo del 4,84%. En los periodos de liquidación en los que el Euríbor 12 meses + 1,00% resulta inferior al 4,84%, la empresa paga la diferencia entre el Euríbor 12 meses + 1,00% y el 4,84%.

La instrumentación del *Plain Vanilla Swap* es simple, y destaca por la agilidad en su gestión: se liquida por diferencias (flujos del tipo fijo – flujos del tipo variable) lo que reduce extraordinariamente el riesgo de crédito y de contraparte de este tipo de operaciones; la empresa selecciona el periodo de revisión de intereses (trimestral, semestral, anual, etc.); el Swap es independiente de la operación principal de préstamo; se puede formalizar con cláusulas especiales en la póliza de la operación principal (préstamo) o bien a través de contratos independientes (CMOF, ISDA...); se puede realizar con posterioridad a la firma de la operación que queremos cubrir y por un nominal distinto.

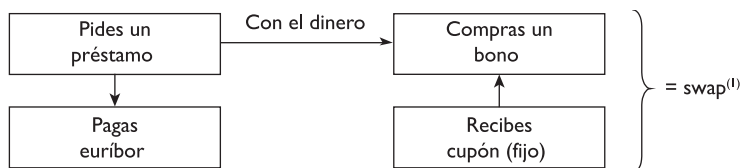
La mayor parte de operaciones swap que se realizan entre agentes económicos son OTC (*over-the-counter*), lo que permite la customización del contrato, en los términos más convenientes para las partes.

Riesgos

Quien compra un *Plain Vanilla Swap* sobre tipos de interés está evidenciando implícitamente unas expectativas alcistas sobre la evolución del precio del dinero, sin necesariamente hacer apuestas sobre la volatilidad del subyacente. Esta estructura supone, por tanto, un riesgo básico sobre la variación en los tipos de interés, toda vez que la empresa se obliga a pagar unos intereses fijos mientras recibe las variables correspondientes al periodo de liquidación. Se estará incurriendo en pérdidas, o en su caso, en un coste de oportunidad, mientras que el tipo variable (que la empresa recibe) no superen el nivel del tipo fijo (que la empresa paga) en la operación de cobertura.

Construcción

La labor de construcción de esta estructura es mínima en cuanto a los componentes que la integran. En realidad, atendiendo a ciertas convenciones y plazos, como se ha indicado, hay tipos swap que cotizan en mercado, conformando junto con los tipos a corto plazo la estructura temporal de los tipos de interés para riesgo interbancario. Los tipos de interés a largo plazo (plazos superiores a 12 meses), o curva swap, son tan líquidos como los plazos más cortos de la curva de rendimientos, y responden a la tasa a la que podemos cambiar el tipo variable de un préstamo indiciado al Euríbor 6 meses en base de cálculo act/360, por un tipo fijo cotizado en base 30/360 a distintos plazos (llegan hasta cincuenta años).

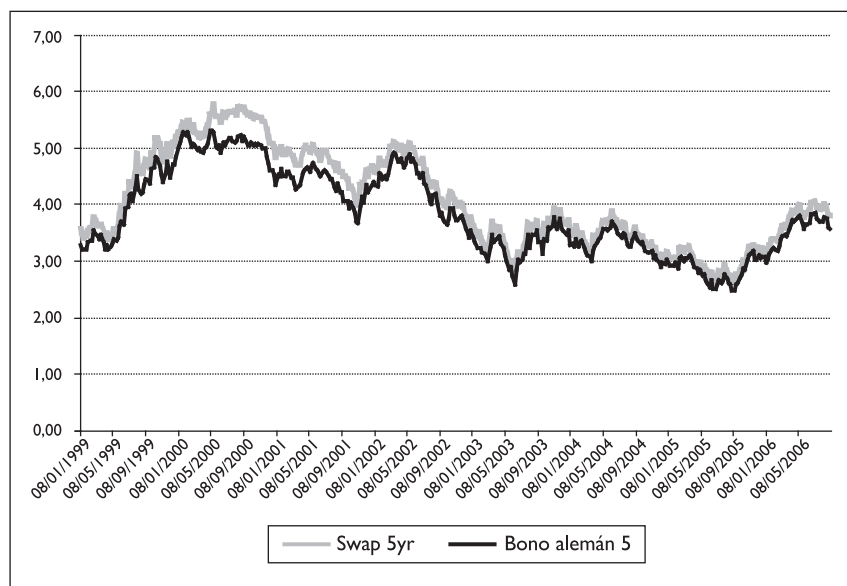


⁽¹⁾ Recibes fijo y pagas variable.

Atendiendo al diagrama anterior podemos concluir que los tipos swap están basados en la rentabilidad de los bonos gobierno.

El tipo swap de mercado resulta de la suma de un diferencial crediticio al tipo (TIR) de la deuda gobierno, dado que el swap incorpora una mayor prima de riesgo. El riesgo bancario que define a los tipos swap es superior al riesgo soberano para la mayoría de las economías desarrolladas, al poder asimilarse este último como riesgo cero o libre de riesgo (máxima calidad crediticia). Desde agosto de 2007 y debido a la crisis de confianza y crediticia instalada en los mercados monetarios y de capitales el diferencial bono gobierno-swap se ha ampliado, con *spreads* cercanos a los vistos en el año 2000, tras el estallido de la burbuja de las *tecnocom*.

Gráfico 2.11. Evolución Swap cinco años vs. DBR cinco años.



Una empresa obligada a pagar intereses variables por un endeudamiento indiciado, puede estar interesada en contratar un tipo de interés fijo para una serie de subperiodos en lo cuales debe hacer frente a las cargas financieras correspondientes al préstamo. Suponiendo que el principal es C y que el número de subperiodos de vigencia de la deuda es n , las obligaciones financieras de los periodos 2,3,..., k ($k < n$) serían:

$$i(2) \cdot \frac{C}{n} \quad i(3) \cdot \frac{C}{n} \quad i(k) \cdot \frac{C}{n}$$

Siendo $i(t)$ el tipo de interés variable. La empresa puede adquirir una serie de instrumentos derivados FRAs (*Forward Rate Agreement*), uno para cada uno de los periodos citados, a un tipo de interés fijo i , cubriéndose así ante una subida de tipos de interés o, simplemente, permitiéndole de esta manera una planificación de su tesorería sobre la base de una previsión estable y evolución controlada de su coste financiero. Como se ha adelantaba anteriormente, cada FRA por una cuantía C/n a una tasa i , obliga a la liquidación por diferencias entre las partes contratantes. La compra de un FRA significa comprar flujos de interés fijo, por tanto si $i(t)$ aumenta el comprador recibe la diferencia respecto de los intereses variables intercambiados [$i(t) > i$], pero si $i(t)$ desciende tal diferencia será pagada por el comprador [$i(t) < i$].

Un swap de tipo de interés se reduce a una cadena de FRAs, tipos a futuros o tipos implícitos, acordados entre las partes que intervienen en el contrato de permuta financiera. Se definirá en función de la compra o venta de FRAs de esta manera si lo que quiere la empresa es conseguir fijar el coste financiero, o bien asegurar un tipo mínimo de rentabilidad:

- *Compra de un FRA*: cuando sube el tipo de interés por encima del tipo que la empresa ha contratado, es la contraparte en el swap (normalmente una entidad financiera) quien nos abona la diferencia; y si baja, es la empresa quien abona la diferencia hasta el tipo contratado.
- *Venta de un FRA*: cuando vendemos un FRA nos protegemos contra las bajadas de tipos de interés, cuando el tipo de interés se sitúa por debajo de la tasa fija contratada, la entidad abona la diferencia; mientras que si los tipos están por encima, será la empresa la que pague tal diferencia.

Valoración

La valoración de los componentes de la estructura supone en última instancia el cálculo del valor de un FRA, toda vez que un IRS no es otra cosa que una cadena de FRAs. Se trata por tanto de hacer financieramente equivalentes el valor presente de la pata fija del swap, y la serie de contratos *forward* concatenados que conforman la pata flotante del mismo.

El valor de un FRA para el plazo de un año, siendo $i(t)$ el interés en el vencimiento, viene dado por:

$$[i(t) - i] \cdot C \cdot \frac{1}{[1 + i(t)]}$$

En caso de que el acuerdo sea para plazos superiores al año, la generalización viene dada por la siguiente expresión:

$$\left([i(1) - i] \cdot C \cdot \frac{1}{[1 + i(1)]} \right) + \dots + \left([i(k) - i] \cdot C \cdot \frac{1}{[1 + i(k)]} \right)$$

Donde i es el interés fijado y C la cuantía o volumen de la operación. La cadena de FRA's de mercado es equivalente al swap (tipo medio) a k años. Cada uno de los intercambios establecidos en el swap recibe la denominación de "swaplet", para un swap con k intercambios anuales tendremos k "swaplets".

2.7.3.2. Swap Step-Up

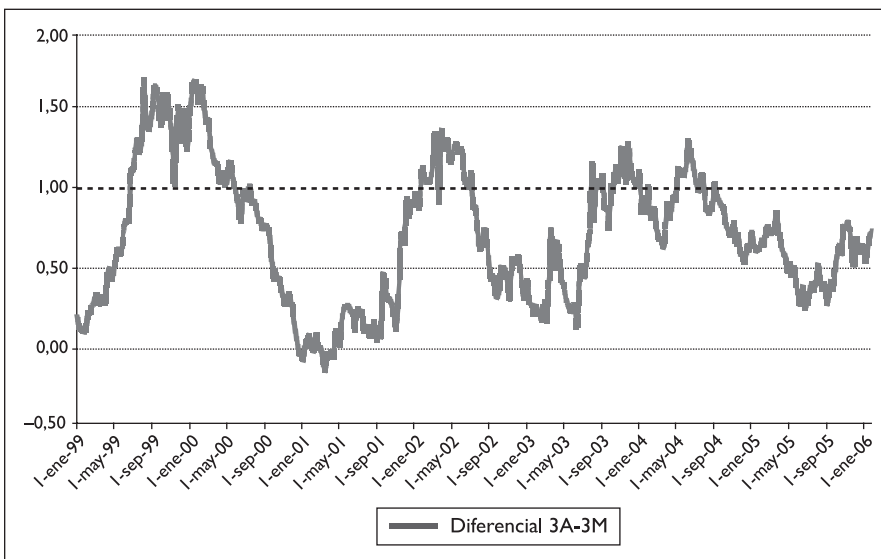
Esta estructura presenta los mismos principios de construcción, valoración y riesgos inherentes en el *Plain Vanilla Swap*. De manera que una empresa que quiera fijar el coste de su deuda a un plazo determinado, puede elegir, como alternativa al producto IRS tradicional, una cadena de FRAs como instrumento de cobertura.

La principal ventaja del *Swap Step-Up* frente al Tipo Fijo reside en que la cadena de FRAs permite pagar un tipo por lo general más bajo los primeros años, mientras que en el IRS tradicional se pasa a pagar el tipo medio desde el primer momento. Para algunas empresas en fase de inversión, con apenas ingresos los primeros años, esta estructura controlada de costes a través de un *Swap Step-Up* suele resultar la más conveniente. En resumen, con un FRA o cadena de FRAs se puede ajustar la previsión de flujos/ingresos de cada proyecto en particular.

Por otro lado, como resultado de una pendiente normalmente positiva en la curva de rendimientos, el tipo fijo en el *Plain Vanilla Swap* resulta generalmente superior al Euríbor que cotiza en mercado, lo que supone en ocasiones una barrera a la contratación del swap tradicional.

El Gráfico 2.12 representa la evolución del *spread* entre el Tipo Fijo a tres años y el Euríbor 3 meses, la media de este diferencial en los últimos seis años se situó en el 0,90%, lo que supone que el comprador de un IRS empieza asumiendo un "sobrecoste" de 90 puntos básicos sobre el Euríbor 3 meses en el momento de la contratación del swap.

Gráfico 2.12. Evolución diferencial Swap tres años-Euríbor tres meses.

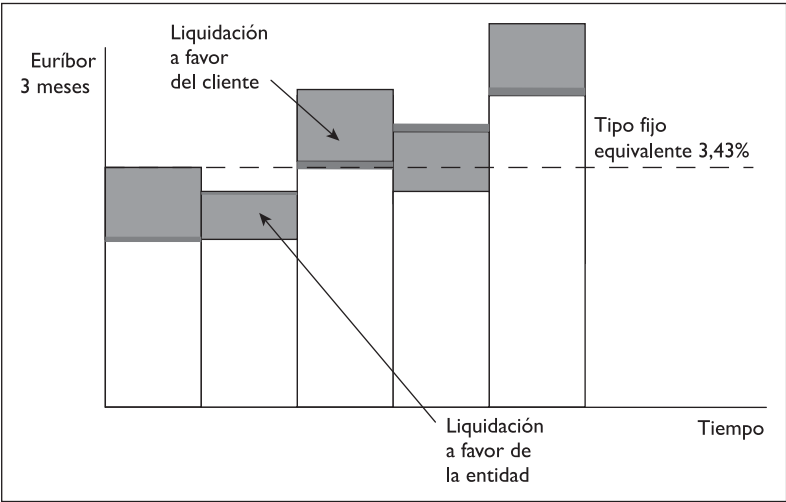


En el ejemplo a continuación, la empresa podría optar alternativamen-
te por pagar un 3,43% durante los cinco años o el tipo FRA año a año. La
empresa en ambos casos recibiría el tipo variable o Euríbor.

Plazo a cubrir	Tipo FRA. (Tip Fijo a Pagar)
Año 1	2,14%
Año 2	2,82%
Año 3	3,58%
Año 4	4,10%
Año 5	4,52%
Tipo medio (Ecuivalente al swap 5Y)	3,43%

Los FRAs se liquidan por diferencias entre el tipo de interés fijo acordado y el tipo real del mercado a esa fecha. Por tanto, si el primer año de vida del *Swap Step-Up* la referencia Euríbor en cuestión fija en el 2,25%, la contraparte paga a la empresa la diferencia entre el 2,25% y el 2,14%. El segundo año, si la revisión de la referencia fija al 2,70% y la empresa tiene contratado el FRA al 2,82%, la empresa es quien abona la diferencia entre el 2,82% y el 2,70% a la entidad financiera.

Gráfico 2.13.



2.7.3.3. Swap bonificado

Un swap bonificado es una estructura a tipo fijo que incorpora la venta de dos opciones sobre tipo de interés, cuyas primas se destinan a subsidiar el tipo fijo del swap. La principal ventaja del producto como instrumento de cobertura reside en que el comprador de la estructura paga un tipo fijo más bajo que el cotizado en condiciones de mercado, no obstante, éste asume implícitamente un grado de exposición a riesgo de interés en escenarios de subidas de tipos.

El tipo fijo que consigue el comprador de swap bonificado es inferior al del swap tradicional, sin embargo para aquellos periodos en los que el Euríbor de referencia supera el nivel “barrera” la única liquidación de la cobertura será la “subvención”, que se aplica sobre la tasa flotante (por lo general no superior a 25 puntos básicos) y que se especifica en las condiciones del producto. El vencimiento del swap bonificado es normalmente menor que el del *Swap Vanilla*, dado que las expectativas del comprador acerca de la evolución del tipo Euríbor respecto a la barrera son difíciles de concretar en horizontes temporales superiores a los tres o cuatro años.

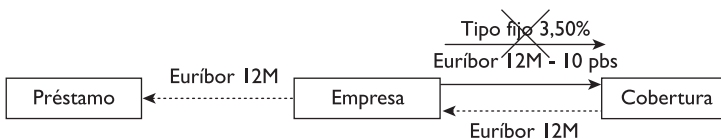
En resumen, una empresa que se financia a tipo de interés variable, con la necesidad de mitigar el riesgo derivado de una variación de tipos, pero cuyo objetivo es “abaratar” el nivel de la cobertura (reducir el tipo fijo que paga en la permuta) para unas expectativas dadas sobre la evolución de la tasa de interés, podría contratar un swap bonificado. La empresa paga un tipo fijo más bajo que el de mercado, asumiendo al mismo tiempo un nivel barrera sobre las tasas flotantes cotizadas a partir del cual la empresa deja de pagar el tipo fijo y pasa a pagar el Euríbor menos un margen (subvención). La empresa seguirá recibiendo en todo momento el tipo de interés variable de referencia en el swap.

De acuerdo a lo expuesto, las expectativas sobre la evolución de tipos de interés para el comprador de la estructura deberán ser moderadamente alcistas, siendo su perfil de riesgo más elevado que el correspondiente al *Swap Vanilla* o *Swap Step-Up* donde la certidumbre sobre los costes financieros, tras la liquidación del IRS, es absoluta.

En el ejemplo, la cobertura IRS a cinco años, en el mercado es del 3,83%. Ahora, asumiendo una barrera sobre el Euríbor 12 meses al 4,50% a partir de la cual el tipo fijo no aplica, y se pasa a liquidar la subvención de 10 puntos básicos a favor del comprador de la cobertura. El swap de equilibrio resulta en estas condiciones del 3,50%, lo que supone una mejora de 33 puntos básicos sobre el IRS tradicional. El tipo variable de referencia que la empresa recibe es el Euríbor 12 meses en todo caso.

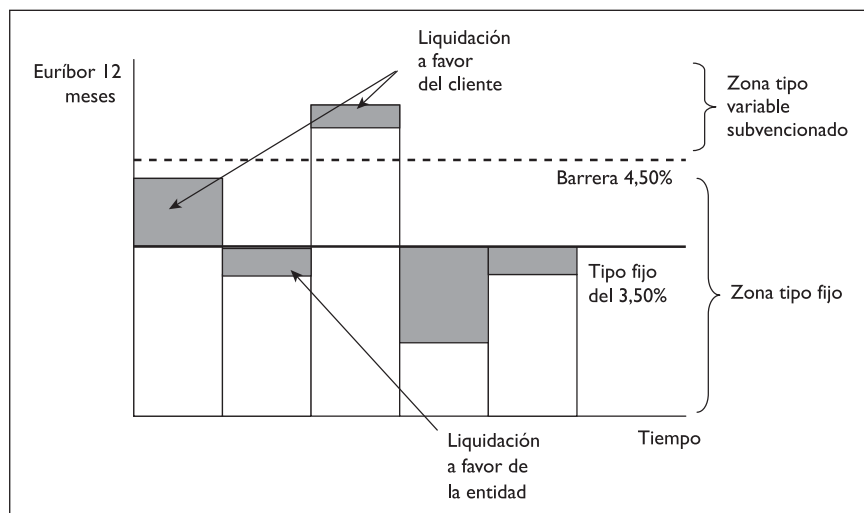


En caso de que el Euríbor 12 meses fije por encima de la barrera (4,50%), la cobertura deja de ser a tipo fijo en el periodo en cuestión, y la empresa pagaría Euríbor 12 meses – Margen (0,10%), lo que supondría un ahorro de 10 puntos básicos sobre el nivel de Euríbor 12 meses que la empresa recibe.



El Gráfico 2.14 representa el esquema de liquidación en el tiempo de la estructura tipo fijo subvencionado o swap bonificado:

Gráfico 2.14.



Este tipo de productos permite ajustar el nivel de riesgo que cada empresa está dispuesta a asumir atendiendo a sus expectativas de mercado simplemente modificando el nivel de la barrera y resolviendo para el tipo fijo de equilibrio. Por ejemplo, un swap bonificado creciente con vencimiento a tres años, donde la cobertura a tipo fijo es de 80 puntos básicos, expresada ésta por la distancia entre los tipos fijos y las barreras.

La empresa que compra la estructura paga el tipo fijo sujeto a que el Euríbor 12 meses no supere las barreras establecidas para cada año:

Año 1: 2,00% (Tipo Fijo) si Euríbor 12 meses < 2,80% (Barrera).

Año 2: 2,40% (Tipo Fijo) si Euríbor 12 meses < 3,10% (Barrera).

Año 3: 2,80% (Tipo Fijo) si Euríbor 12 meses < 3,40% (Barrera).

Si el Euríbor 12 meses supera la barrera, la empresa pasaría a pagar Euríbor 12 meses - 0,10%, por lo que para el año en cuestión volvería a quedar indiciada al tipo variable, pero 10 puntos básicos mejor que el Euríbor contado de mercado.

La empresa seguirá recibiendo el Euríbor 12 meses anualmente hasta el vencimiento de la permuta.

Riesgos

Esta estructura supone un riesgo básico sobre la evolución de los tipos de interés, toda vez que la empresa se obliga a pagar unos intereses fijos mientras que recibe los variables correspondientes a cada periodo. Se estará incurriendo en pérdidas, o en su caso, en un coste de oportunidad, mientras la referencia variable no supere el nivel del fijo contratado en la operación de cobertura. Del mismo modo, para un tipo de referencia por encima del nivel de la barrera, el comprador de la estructura deja de beneficiarse del tipo fijo y pasa a estar referenciado a la tasa flotante.

menos una subvención. Por tanto, se asume igualmente un riesgo derivado de escenarios alcistas en tipos, donde si la tasa flotante de referencia (Euríbor) supera el nivel de la barrera para el periodo, la cobertura dejará de ser a tipo fijo, convirtiéndose en una “cobertura” a tipo variable en la que la empresa consigue financiación a una tasa flotante, Euríbor menos un diferencial (subvención).

Quien compra un swap bonificado sobre tipos de interés está evidenciando implícitamente unas expectativas moderadamente alcistas sobre la evolución del precio del dinero, a la vez que una volatilidad del subyacente bajista. Podría ocurrir que una empresa que opta por cubrir su deuda con esta estructura, ante un movimiento de subida de tipos acusado, vuelva a quedar referenciada al tipo variable. De manera que al comprador del tipo fijo bonificado poco consuelo le quedará estar mejor que el Euríbor de mercado (Euríbor-margen) en un entorno de tipos altos donde las barreras se han “activado”, dado que sus costes financieros habrán aumentado proporcionalmente al movimiento adverso de mercado.

Construcción

El papel del estructurador en la construcción de un swap bonificado resulta más complejo que en las estructuras básicas de tipo fijo y *Swap Step Up*. Los instrumentos que conforman el swap bonificado desde el punto de vista del comprador de cobertura son:

- El swap como consecución de FRAs de mercado, o en su versión de tipo fijo, media equivalente a la cadena de tipos *forwards* implícitos en la fecha de la valoración.
- Venta de opción *call* sobre tipos de interés: cap estándar o techo. Adelantaremos principios de valoración en este epígrafe, completándolos en detalle en el tratamiento de la estructura “Techo”. Esta opción obliga al vendedor de la misma a pagar la diferencia entre el tipo variable (Euríbor) y el *strike* (nivel barrera) que define al instrumento cuando el índice Euríbor es mayor que el precio de ejercicio o *strike* (la opción expira o vence en situación *in-the-money*, ITM). La asunción de tal obligación supone el cobro de una prima monetaria para el vendedor de cap, comprador de swap bonificado, que el estructurador utiliza para mejorar el nivel swap de equilibrio o de mercado.
- Venta de opción *call* digital o binaria sobre tipos de interés: cap digital. Esta opción obliga al pago de una cantidad fija determinada (*cash*) al vendedor de la misma en los casos en los que el tipo variable supera el *strike* de la opción (barrera del producto). En estos casos la opción expira o vence en situación *in-the-money*, ITM). La prima derivada de la venta de esta *call* digital se aplica por el diseñador de producto igualmente la mejora del nivel del tipo fijo del swap.

Las dos opciones vendidas, digitales y europeas estándar, comparten mismo precio de ejercicio, pero presentan distinto signo en el producto “empaquetado”, para una subvención dada. Será, por tanto, papel del estructurador buscar el equilibrio entre ambas o, en su caso, sobreponderar el efecto de una sobre la otra. De esta manera, a medida que subimos el *strike* del cap estándar (lo empujamos a un *out-of-the-money*,

OTM) su prima se reduce valiendo cada vez menos; sin embargo, a la vez, el *pay-off* o *cash* de la digital aumenta, incrementándose por tanto su valor. Al contrario sucede cuando acercamos el precio de ejercicio de la opción a los niveles del subyacente, próximos a una situación *at-the-money* (ATM), donde la prima aumenta sustancialmente, mientras que el valor de opción digital se ve mermado al reducirse el *cash* que determina su valor intrínseco.

Valoración

En la valoración de los componentes de la estructura, en primer lugar se calculará el valor del IRS que determina el tipo fijo al que se intercambian las tasas flotantes de interés mientras la barrera no se active. En los periodos en los que el subyacente tipo de interés se encuentre por debajo del *strike* de las opciones (barreras), al vendedor de las dos opciones cap (comprador de la estructura) no le ejercerán las obligaciones contraídas para cada vencimiento dado, quedándose así referenciado al tipo fijo.

El Valor Actual Neto (VAN) del swap en el momento de la contratación será distinto de cero, siendo la sumatoria de los flujos descontados de la rama flotante (cadena de FRAs o tipos *forwards*) mayor que los mismos cálculos resultantes de la pata fija. Este desequilibrio inicial en el VAN de la estructura swap bonificado se compensa al incluir el valor de las opciones vendidas sobre los tipos cupón cero, cap estándar y cap digital.

Un cap es una cadena de opciones *call*, cada una denominada caplet, sobre tipos de interés existentes con mismo *strike* o tipo de interés de ejercicio para distintos vencimientos dados. Se puede concluir, por tanto, que el valor de un cap es la suma de todas las primas de las opciones *call* que lo configuran. A partir del modelo de valoración correspondiente (Black-76) se obtiene el valor monetario del cap, que recibirá el vendedor de la opción, indistintamente a través del pago *up-front* en el momento de la contratación o, por el contrario, en forma de *spread*, esto es, diferido en el tiempo coincidiendo con el vencimiento de cada caplet, con independencia que se ejercite este último o no.

Las opciones digitales, a diferencia de las opciones estándar, tienen un *pay-off* fijo, independiente de lo dentro de dinero que expire la opción en su ejercicio (Euríbor mayor que *strike*). Esa cantidad se establece en el momento de la contratación de la opción, y en caso de que la opción venza en situación ITM (*in-the-money*), el vendedor pagará al comprador de la opción la cantidad fijada. En otras palabras, en la valoración de la opción digital la relación *strike*-subyacente, a diferencia que en el cap standard, deja de ser relevante.

El *pay-off* o *cash* de la digital viene determinado en cada vencimiento por tres variables: el tipo fijo del swap, la barrera (precio de ejercicio o *strike* de la opción) y la subvención fijada:

$$\text{PayOffBinaria} = \text{Barrera}(B) - \text{TipoFijo}(TF) - \text{Subvención}(S)$$

El vendedor de binaria o digital *call* paga el *pay-off* señalado independiente de lo *in-the-money* (ITM) que se encuentre la opción, como

se indicaba desaparece el binomio *strike*-subyacente, por lo que en la valoración de la opción sólo será relevante cuantificar la probabilidad de ejercicio aplicada al *pay-off* (cash) de la digital.

El comprador de swap bonificado está implícitamente vendiendo una *call* digital con $\text{pay-off} = B - TF - S$. El *strike* de esta opción coincide con el precio de ejercicio del cap, de manera que cuanto más alejada está la barrera, mayor es el *pay-off* de la binaria y, por tanto, su valor tiende a aumentar, si bien pudiera resultar que las probabilidades de ejercicio se vieran afectadas al mismo tiempo influyendo negativamente a su valor.

2.7.3.4. Techo o cap

Un techo o cap es una opción sobre tipos de interés mediante la cual el comprador puede verse beneficiado, sobre todo en el corto plazo, de tipos de interés bajos, a la que vez que mantiene su coste financiero máximo limitado al tipo contratado en el cap. En el caso de que una empresa necesite financiarse a tipo variable durante un tiempo, puede interesarle comprar un cap para cubrir el riesgo de una eventual subida de tipos, a cambio, la empresa compradora de ese derecho asume el pago de una prima correspondiente al valor de la opción, expresada ésta en un porcentaje sobre el nominal cubierto en la operación.

La liquidación del techo se realiza por diferencias. Cuando en un periodo determinado el tipo de referencia se encuentre por encima del nivel del techo, el emisor/vendedor de la opción deberá entregar al comprador la diferencia entre ambos, en caso contrario no se produce liquidación alguna, al expirar la opción sin valor a su vencimiento y por tanto no ejercerse el derecho implícito en la misma. Como en otros productos, esta estructura goza de gran flexibilidad en relación al momento de contratación, importe y vigencia de la operación. Igualmente supone para el comprador la posibilidad de determinar un coste máximo conocido por el servicio de su deuda, a la vez que permite aprovecharse de escenarios de tipos bajos. La prima se puede pagar al inicio o financiar.

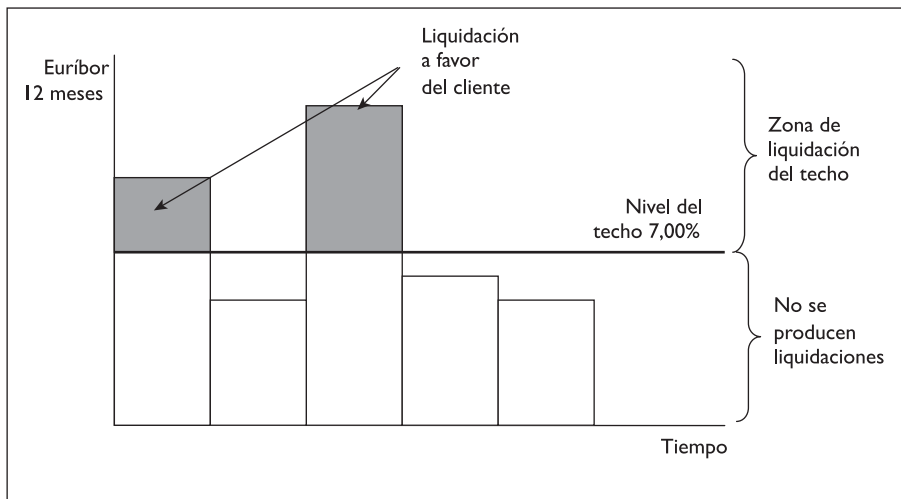
En el caso de una empresa, con un préstamo a cinco años de principal 1.000.000 euros referenciado al Euríbor 12 meses y con la necesidad de cubrir el riesgo derivado de una potencial subida de tipos de interés por encima del 7,00%. La empresa podría optar por comprar un cap al 7,00% pagando una prima, valor del cap, que dependerá de cómo estén los tipos implícitos en relación con el precio del ejercicio en el momento de la contratación, así como de la volatilidad implícita para el vencimiento y *strike* dados. Cuanto más cercano el nivel del techo al precio de mercado (tipos contado y a futuro), mayor será el coste de la opción (prima). En el ejemplo, un 0,50% sobre el principal inicial a cubrir, 1.000.000 euros.



Si el Euríbor 12 meses está al 7,75% la empresa recibiría de la cobertura $7,75\% - 7,00\% = 0,75\%$ sobre 1.000.000 euros. En el caso de que el

tipo de referencia se encontrase por debajo del nivel de cap, no se produce liquidación alguna y la empresa se puede beneficiar de unos “tipos bajos” inferiores al 7,00% (*strike* del cap).

Gráfico 2.15.



Riesgos

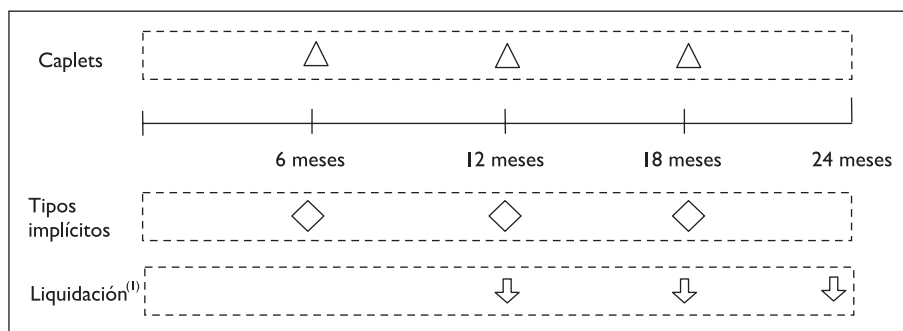
Desde el punto de vista de cobertura, un cap se suele comprar con el objetivo de neutralizar efectos negativos de subidas de tipos de interés sobre una posición tomadora de fondos previamente adoptada. Con este objetivo, se suele comprar en situación *out-of-the-money* (OTM), es decir, el tipo de interés de ejercicio o *strike* del cap es superior a la media de los tipos *forward* (FRAs) vigentes en el momento de la contratación de la operación. Este instrumento de cobertura no comporta ningún riesgo para el comprador/inversor, dado que de él sólo se derivan una serie de derechos de ejercicio voluntario. Quien compra una opción *call* sobre tipos de interés está evidenciando implícitamente unas expectativas alcistas de evolución del precio del activo subyacente, junto con un escenario también alcista en la volatilidad del mismo, influenciado por el factor tiempo que afecta positivamente al valor de la opción.

El vendedor/emisor del cap, al contrario, evidencia expectativas bajistas sobre la evolución de los tipos de interés, junto a unas previsiones también bajistas en las volatilidades implícitas.

Construcción

Por definición, un cap es una cadena de *call* sobre tipos de interés (tipos FRA o *forward* de depósitos) existentes durante un periodo de tiempo determinado, con el mismo *strike* o tipo de interés de ejercicio. Cada una de las opciones que configuran la cadena se denomina caplet. Esquemáticamente, en un cap a dos años con caplets semestrales, tendríamos:

Gráfico 2.16.



⁽¹⁾ Si tipo interés de referencia es mayor al *strike* del caplet.

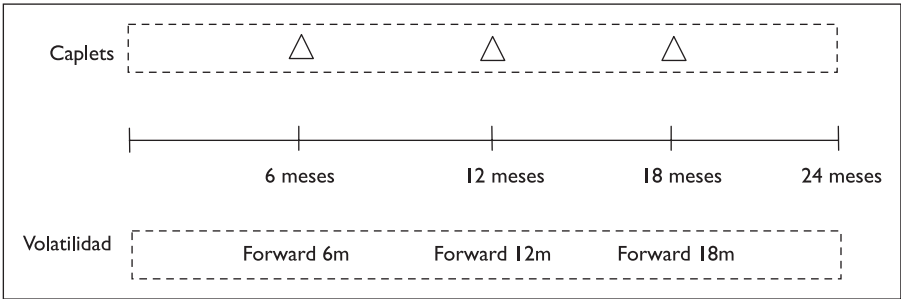
Si bien se trata de un cap a dos años, la última opción (caplet) vence en un plazo de año y medio. Esto se debe a que convencionalmente el plazo del cap se refiere a la liquidación del último caplet, correspondiente al mes 24 en el ejemplo, al tratarse de liquidaciones a periodo vencido. Las liquidaciones se producen por diferencias entre el *strike* y el tipo real de referencia (Euríbor o cualquier otro índice del mercado monetario). Esta liquidación no suele coincidir, como hemos visto, con la fecha de vencimiento de los caplets, la liquidación se produce n meses después de dicha fecha de vencimiento, donde n es la propia vida (en meses) del depósito teórico que sirve de subyacente del caplet, en el ejemplo el Euríbor 6 meses. El ejercicio de los sucesivos caplets dependerá de que en cada fecha de vencimiento el tipo de referencia se sitúe por encima del *strike* del cap (expiración *in-the-money*).

Valoración

Un cap se descompondrá en los sucesivos caplets que lo conforman, valorándose estos de manera individual y sucesivamente de acuerdo a las volatilidades según vencimiento. Básicamente se trata de la valoración de un *call* sobre FRA, que se acomete en el entorno del modelo de Black-Scholes para opciones de tipo europeo (ejercicio a vencimiento) con ligeras adaptaciones y que configuran el Modelo de Black-76. El valor de un cap es, por tanto, la suma de todas las primas de las opciones *call* que lo configuran, bien a partir de la volatilidad *flat* o del vector de volatilidades *forward* (una volatilidad para cada caplet dentro de un cap). A través del modelo de valoración Black-76 se obtiene el valor monetario del cap que el comprador hace efectivo en *up-front* (puntos porcentuales sobre el nominal), y que supone el pago “al tirón” de la cantidad en el momento de la contratación; o en *spread* expresando la cantidad anterior en partes diferidas en el tiempo. Dicho *spread* o conjunto de pagos periódico se suelen hacer efectivos coincidiendo en cada fecha de vencimiento de cada caplet, independientemente de que su ejercicio se lleve a cabo o no.

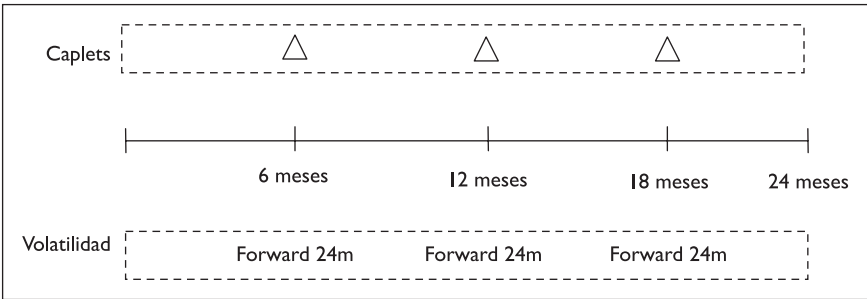
De forma general el tratamiento de las volatilidades en el proceso de valoración consiste en comenzar a valorar los caplets individualmente como si se trataran de sucesivos caps en el que el primero tiene un caplet, el segundo dos, el tercero tiene tres, así sucesivamente hasta llegar a coincidir con el vencimiento final del cap que se quiere valorar.

Gráfico 2.17.



Alternativamente, podría optarse por valorar un cap a dos años, con la volatilidad *flat* a dos años, valorándose todos los caplets (a 6, a 12 y a 18 meses) con la volatilidad a dos años.

Gráfico 2.18.



El resultado de una y otra valoración del cap es equivalente y son razones inherentes a convenciones del mercado las que permiten valorar el cap total sin reparar en el vencimiento individual de cada caplet, ignorando así la estructura temporal de volatilidades.

Señalados los aspectos e implicaciones más importantes acerca del tratamiento de las volatilidades, podemos resumir la valoración de este tipo de opciones como sigue:

- Cálculo de los factores de descuento, aplicando la técnica de interpolación exponencial de ser necesario.
- Cálculo de la curva cupón cero. Tipo cupón cero para el vencimiento de cada una de las opciones.
- Cálculo de los tipos implícitos correspondientes al vencimiento de las opciones.
- La técnica de interpolación a aplicar sobre tipos de interés de ser necesario es la de “espines cúbicos”.
- Cálculo del valor de cada una de las opciones *call* que componen el cap a través del modelo Black-76.

Hallados los valores de cada una de las opciones, se procede a la agregación de las mismas para conocer el valor total del instrumento.

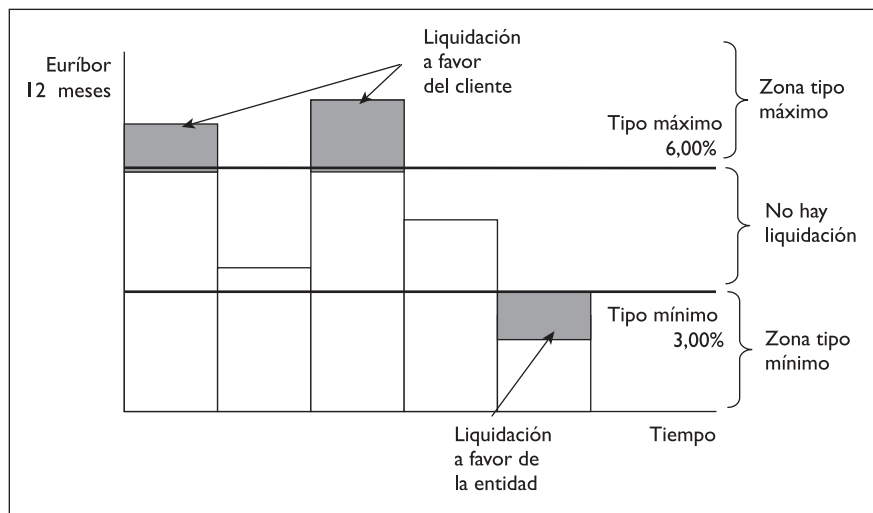
2.7.3.5. Túnel o collar

Un collar o túnel es la combinación de una opción *cap*, comprada, y una opción *floor* (suelo), vendido. El objetivo fundamental y también el más habitual de un collar es proveer de cobertura a la empresa, ante un movimiento adverso de tipos de interés.

Mediante la compra de un collar la empresa se asegura de que no pagará un tipo de interés superior al *cap* ni un tipo inferior al nivel del *floor*. Su utilidad básica es la de abaratar la prima de la compra del *cap* a través de la venta de una opción de sentido opuesto, *floor*. La prima que debe pagarse por la compra del *cap* se compensa totalmente, en el caso del Collar coste cero o, parcialmente, con la prima que debe cobrarse por la venta del *floor*. De esta manera, en el túnel se pueden determinar diferentes niveles de techo y suelo en función de la prima que se esté dispuesto a asumir el comprador de la estructura.

En el ejemplo Collar Coste Cero, una empresa que compra un *cap* al 6,00% pagando una prima del 1,00% sobre el nominal, puede vender al mismo tiempo, una opción *floor* al 3,00% por la que recibe una prima de 1,00% sobre el nominal. Comprar la estructura no le cuesta nada a la empresa. Si los tipos suben por encima del 6,00% la empresa está cubierta, y el exceso pagado sobre el 6,00% se liquida a su favor. Si los tipos bajan por debajo del nivel del *floor*, la empresa pasaría a pagar el 3,00% liquidándose la diferencia en su contra.

Gráfico 2.19.



Los *strikes* habitualmente definirán un diferencial tal que el correspondiente al del *cap* superará al del *floor* (por definición). En situación OTM, un collar tendrá el *strike* del *cap* por encima de la media de los tipos implícitos *forwards*, mientras que el del *floor* se encontrará por debajo de dicha media. Considerando el perfil y el objetivo del comprador de collar de cobertura, se suele fijar primero el nivel de *cap* para posteriormente,

ajustar el nivel del *floor* en función de la prima o coste de cobertura que se quiere asumir. En el caso extremo de un coste cero, se halla un *floor* con el mismo valor que el del cap, constituyéndose lo que se conoce como Collar Prima Cero, cuyas bandas deben estar de forma aproximada equidistantes de la media de los tipos implícitos en la curva de *forwards*. De lo anteriormente expuesto se desprende la paridad COLLAR/IRS, definida formalmente como:

$$\text{CAP}_{\text{ATM}} - \text{FLOOR}_{\text{ATM}} = \text{IRS}_{\text{MERCADO}}$$

Si los *strikes* del cap y del *floor* que componen el collar estuvieran en situación *at-the-money* (ATM) serían un prima cero (cap y *floor* valen lo mismo), al estar replicándose la cadena de FRAs que configuran el IRS de mercado. En otras palabras, resulta indiferente contratar un swap en el que se paga un fijo, por ejemplo del 5,00%, y se recibe el tipo de interés variable, que comprar un cap *strike* 5,00% y vender un *floor* con exacto precio de ejercicio.

Riesgos

El perfil de un comprador de collar (compra de cap y venta de *floor*) responde a una entidad con exposición a riesgo de interés que con el objetivo de protegerse con bajo o nulo coste ante eventuales subidas de tipos a partir de un determinado nivel, está dispuesto a renunciar implícitamente al potencial de beneficio derivado de una caída de tipos a partir de un determinado nivel de Euríbor.

El *strike* del *floor* vendido marca el punto a partir del cual bajadas de tipos de interés no serán “capturadas” por el comprador de collar.

El *floor* como elemento de cobertura es un instrumento mediante el cual se fija un tipo de interés mínimo. Mediante la compra del suelo se obtiene una protección frente a bajadas de tipos de interés. Así, si una empresa que necesita asegurar un nivel mínimo de rentabilidad para una inversión a un plazo determinado, lo podría conseguir comprando un *floor* que le cubra del riesgo derivado de una bajada de tipos (habitual en los bonos FRN —*Floating Rate Note*— cuyo cupón depende la evolución de una referencia flotante). Es decir, desde el punto de vista de cobertura se suele comprar con el objetivo de neutralizar los efectos negativos de bajadas de tipos de interés sobre una posición inversora previamente adoptada, comprando *floor* en situación OTM (tipo de interés de ejercicio inferior a la media de los tipos *forward* vigentes para la operación).

No obstante, en el caso de la estructura collar, el objeto del *floor* (vendido implícitamente por el comprador del collar, supone una obligación y no un derecho) es subsidiar la compra de un cap, de tal forma que queda fijado un rango de coste financiero. Habitualmente la estructura nace con las dos opciones, cap comprado y *floor* vendido, en situación fuera de dinero, de manera que no empiece con el *floor* activado y, por tanto, la empresa asuma un sobrecoste inicial en la financiación.

Al igual que con un cap, la liquidación del *floor* se realiza por diferencias. Cuando en un periodo determinado el tipo de referencia se encuentra por debajo del precio de ejercicio del *floor*, el comprador de túnel (vendedor de *floor*) deberá entregar a la contraparte en la operación

la diferencia entre ambos. Por tanto podemos concluir las expectativas de la empresa compradora de collar son alcistas en tipos de interés, exactamente igual que el que adquiere un cap, pero sin la voluntad de asumir el desembolso de la prima que se deriva de su contratación.

Construcción

La venta de cadenas de *put* para financiar la compra del cap determina la configuración más elemental del *floor*. En el caso de querer un Collar Coste Cero o Prima Cero, se trata de hallar un *floor* con el mismo valor que el cap, y cuyas bandas se encuentren de manera aproximada a la misma distancia de la media de los tipos implícitos en la curva de *forwards* (IRS de mercado).

En resumen, la construcción de la estructura la componen:

- Compra de cap, por la que el comprador de collar adquiere el derecho, no la obligación, de fijar un coste financiero máximo en el tipo de interés de ejercicio del cap (*strike*).
- Venta de *floor*, por la que el comprador de collar asume la obligación de fijar un coste mínimo a sus gastos financieros en el nivel de *floor* (*strike*).

Para niveles de Euríbor entre el suelo y el techo el comprador de collar estará financiándose al Euríbor que cotiza en mercado. Ninguna de las opciones de la estructura se encuentra en situación de ejercicio por lo que no se producirá liquidación alguna para el periodo en cuestión.

Valoración

Como vimos en el “techo”, el cap se descompondrá en los sucesivos caplets que lo definen y que irán valorándose de manera individual y sucesivamente con las volatilidades aplicables según vencimiento. Básicamente se trata de la valoración de un *call* sobre FRA que se acomete bajo el entorno del modelo de Black-Scholes para opciones de tipo europeo (ejercicio a vencimiento) con ligeras adaptaciones, que configuran el modelo de Black-76 con el que se realiza la medición. El valor de un cap es, por tanto, la suma de todas las primas de las opciones *call* que lo conforman, considerando bien la volatilidad *flat* a vencimiento del cap, bien el vector de volatilidades *forward* (una volatilidad implícita para cada uno de los caplets dentro de un cap).

El *floor* es una cadena de *put* sobre tipos de interés (tipos FRA o *forward* de depósitos) existentes durante un periodo de tiempo determinado, con el mismo *strike* o tipo de interés de ejercicio. Cada una de las opciones que configuran la cadena se denomina *flooret*. El valor del *floor* es la suma de todas las primas de la colección de opciones *put* que conforman la cadena, y que en última instancia representan el valor monetario que recibe el comprador del collar (vendedor de *floor*) para subsidiar total o parcialmente el valor por la compra del cap.

Como sucedía en la valoración del techo, la mayoría de las opciones se cotizan en volatilidades implícitas. En concreto, en términos de volatilidades *flat* al plazo de vencimiento global del derecho. Esta forma resulta

peculiar en la medida en que en un *floor* existirán varios *floorets* (opciones *put*) con distintas fechas de vencimiento, a pesar de lo cual, a todos ellos se les podrá aplicar la misma volatilidad cotizada en función del vencimiento final del *floor* para un mismo *strike* dado. No obstante, desde un punto de vista metodológico resulta conveniente obtener un vector de volatilidades *forward* con el que valorar y, sobre todo, medir los riesgos de todos y cada uno de los instrumentos (*floorets*) que configuran al *floor*.

Al contrario que en el *cap*, donde el *pay-off* que lo define es el valor máximo entre cero y la diferencia entre el subyacente Euríbor (*S*) y *strike* (*K*): $[\text{MAX}(0; S-K)]$ y que resulta determinante de cara a su valoración, el *pay-off* de un *floor* viene dado por la expresión, máximo entre cero y diferencia entre *strike* (*K*) y subyacente Euríbor (*S*): $[\text{MAX}(0; K-S)]$.

La valoración de este tipo de opciones pasa por las siguientes fases:

- Cálculo de los factores de descuento, aplicando la técnica de interpolación exponencial de ser necesario.
- Cálculo de la curva cupón cero. Tipo cupón cero para el vencimiento de cada una de las opciones.
- Cálculo de los tipos implícitos correspondientes al vencimiento de las opciones. La técnica de interpolación a aplicar sobre tipos de interés de ser necesario es la “espines cúbicos”.
- Cálculo del valor de cada una de las opciones *call* (en los *cap*) y *put* (en los *floor*), a través del modelo Black-76.

Hallados los valores de cada de las opciones de un *cap* y un *floor* se procede a su agregación para conocer el valor total del instrumento.

2.8. Bibliografía

Mercado interbancario

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2005): *Guía del Sistema Financiero Español*. Ediciones Empresa Global, Madrid.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): “Escuela de Finanzas: El mercado interbancario”. *Actualidad Financiera*. Enero 1997, pp. 77-89.

EZQUIAGA DOMÍNGUEZ, I. y FERRERO FANLO, A. (1999): *El Mercado Español de Deuda Pública en Euros Madrid*. Escuela de Finanzas Aplicadas.

www.bde.es

Mercado de divisas

BIS (2004): *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*. Bank for International Settlements, Basilea (Suiza).

COYLE, B. (2000): *Foreign exchange markets*. Glenlake/Amacom, Nueva York.

CROSS, S. Y. (1998): *All about the foreign Exchange market in the United States*. Federal Reserve Bank of New York.

DÍEZ, L. D. y MASCAREÑAS, J. (1997): *Ingeniería financiera. La gestión en los mercados financieros internacionales*. McGraw-Hill, Madrid.

GONZÁLEZ, S. (2000): *El Sistema Monetario Internacional y el mercado de divisas*. Pirámide, Madrid.

MARTÍNEZ, A. (2000): *Mercados financieros internacionales*. Cívitas, Madrid.

- MATEOS-APARICIO, P. y AFI (2001): *Finanzas internacionales*. Ediciones Académicas, Madrid.
- REUTERS (2000): *An introduction to foreign exchange & money markets*. Wiley, Nueva Cork.

Mercado de Deuda Pública en Anotaciones

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2005): *Guía del Sistema Financiero Español*. Ediciones Empresa Global, Madrid.
- CNMV (2002): *Guía Informativa: Los Productos de Renta Fija*.
- EZQUIAGA DOMÍNGUEZ, I. y FERRERO FANLO, A. (1999): *El Mercado Español de Deuda Pública en Euros*. Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.
- PALOMO ZURDO, R. J. et al. (2004): *Productos Financieros y Operaciones de Inversión*. ISTP, Madrid.
- PAREJO GÁMIR, J. A. et al. (2007): *Manual de Sistema Financiero Español*. Ariel, Barcelona.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.) (2001): *Curso de Bolsa y mercados financieros*. Ariel economía, Barcelona.
- SANTOS PEÑAS, J. et al. (2002): *La Bolsa: funcionamiento, análisis y estrategias de inversión*. Académicas, Madrid.
- www.tesoro.es

Mercado de Renta Fija Privada

- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1997): "Escuela de Finanzas: El Mercado de Renta Fija Privada". *Actualidad Financiera*. Abril 1997, 95-115.
- ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2005): *Guía del Sistema Financiero Español*. Ediciones Empresa Global, Madrid.
- CNMV (2002): *Guía Informativa: Los Productos de Renta Fija*.
- EZQUIAGA DOMÍNGUEZ, I. y FERRERO FANLO, A. (1999): *El Mercado Español de Deuda Pública en Euros*. Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.
- PALOMO ZURDO, R. J. et al. (2004): *Productos Financieros y Operaciones de Inversión*. ISTP, Madrid.
- OÑA NAVARRO, F. (2005): "AIAF Mercado de Renta Fija". *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 85, 41-56.
- PAREJO GÁMIR, J. A. et al. (2007): *Manual de Sistema Financiero Español*. Ariel, Barcelona.
- www.aiaf.es
- www.bolsamadrid.es
- www.cnmv.es

Bolsas de valores

- FERNÁNDEZ HÓDAR, J. A. (2002): *Manual del buen bolsista*. Prentice Hall, Madrid.
- LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J. (2004): *Los mercados de valores: organización y funcionamiento*. Pirámide, Madrid.
- MORAL BELLO, C. (1999): *Los Mercados Financieros*. IT&FI, Madrid.
- PALOMO ZURDO, R. J. et al. (2004): *Productos Financieros y Operaciones de Inversión*. ISTP, Madrid.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. L. (dir.) (2001): *Curso de Bolsa y mercados financieros*. Ariel economía, Barcelona.
- SANTOS PEÑAS, J. et al. (2002): *La Bolsa: funcionamiento, análisis y estrategias de inversión*. Académicas, Madrid.

www.bolsamadrid.es
www.bolsasymercados.es
www.borsabcn.es
www.cnmv.es
www.sbolsas.es

Mercado Oficial de Futuros y Opciones

- CONDE AMO, I. y CONDE LÓPEZ, A. (2003): *Mercados Financieros II, Análisis y gestión de valores bursátiles*. Ed. Colex.
- LÓPEZ PASCUAL, J. y ROJO SUÁREZ, J. (2004): *Los mercados de valores: organización y funcionamiento*. Pirámide, Madrid.
- MORAL BELLO, C. (1999): *Los Mercados Financieros*. IT&FI, Madrid.
- PAREJO GÁMIR, J. A. *et al.* (2007): *Manual de Sistema Financiero Español*. Ariel, Barcelona.
- SÁNCHEZ FERNÁNDEZ DE VALDERRAMA, J. (dir) (2001): *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Ariel Economía, Barcelona.

Banca de particulares e inversión colectiva en España

3.1. Introducción

Este capítulo expone la evolución experimentada por los instrumentos de ahorro-inversión en el sistema financiero español desde la perspectiva de las economías domésticas, a partir del año 1986 en que se produce la integración de España en la Unión Europea. Las corrientes liberalizadoras iniciadas en la segunda mitad de los años setenta y aceleradas en la década de los noventa, impulsaron las innovaciones financieras que afectaron tanto a los mercados como a las instituciones y los instrumentos financieros, si bien se concreta el análisis a estos últimos y más específicamente a los diseñados para canalizar las necesidades financieras de las economías domésticas.

Se describen igualmente los principales factores que estimulan la innovación financiera y el impulso de la demanda de determinados productos financieros por parte de las economías domésticas así como el desarrollo de la competencia bancaria identificándose, en este contexto, cinco etapas en el proceso de innovación de productos en el sistema financiero español, mencionando los más significativos, entre los cuales destacan especialmente aquellos en los que se concreta la inversión colectiva y que son objeto de tratamiento independiente.

En España, la Inversión Colectiva ha estado condicionada fundamentalmente por dos factores:

- la legislación fiscal y
- la mayor o menor disposición por parte del sector bancario para comercializar los instrumentos financieros que la componen,

mientras que la normativa que regula las distintas formas de inversión colectiva no representó un freno para su desarrollo, pues ha sido ésta bastante precoz en la ordenación del sector, incluso antes de que fuera demandado por el mercado, habiéndose cumplido ya más de medio siglo desde que se contemplaron las primeras normas reguladoras.

Así, ya la Ley 15/7 de 1952 reconocía a las Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM) y el Decreto Ley de 30-4-1964 regula a las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV) y a los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM). Veinte años más tarde, la Ley 46/1984 de Instituciones de Inversión Colectiva aborda una completa regulación del sector y, como una importante novedad, introduce la nueva figura de los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM).

Más tardía ha sido la normativa que afecta a la Inversión Colectiva Inmobiliaria, que se concreta en la figura de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), a través de la Ley 19/1992, de 7 de julio, no habiéndose abordado hasta ahora la regulación de otras modalidades de inversión colectiva en activos reales.

La normativa más reciente está recogida en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, cuyo desarrollo reglamentario se lleva a cabo a través del Real Decreto 1.309/2005, de 4 de noviembre. Esta ley y su reglamento dotan de mayor modernidad a esta industria y permite la creación de nuevos productos.

Contando casi siempre con la regulación que en cada momento el sector podía precisar, su desarrollo quedaba sujeto principalmente a las fuerzas del mercado, especialmente desde el lado de la oferta, prácticamente inexistente hasta el inicio de la década de los noventa, cuando las entidades del sector bancario incorporan los Fondos de Inversión al catálogo de productos, que distribuyen a través de su numerosa red de oficinas, utilizando como principal argumento de venta las ventajas fiscales de este instrumento financiero.

Pero los bancos y cajas de ahorros no se limitaron a ser meros distribuidores, sino que fueron los que impulsaron la creación de una variada tipología de Fondos de Inversión, que gestionaban Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), también creadas por las principales instituciones del sector bancario.

En una segunda fase, mediada la década de los noventa, algunas de estas entidades incorporaron a su oferta financiera la creación y administración de Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV) a través de sus divisiones de Banca Privada.

Menos generalizada ha sido la oferta de Fondos de Inversión Inmobiliaria, cuya tímida comercialización por un grupo reducido de entidades se inicia a partir de 1995. La asignatura pendiente de la Inversión Colectiva era el desarrollo de las Sociedades de Inversión Inmobiliaria y, en este caso, también la intervención bancaria ha resultado decisiva, creándose la primera sociedad de este tipo en el año 2001, existiendo ocho a fecha de 30-6-08.

Los aspectos fiscales merecen un especial comentario. Tanto la fórmula de comunidad de bienes (fondos) como la societaria, gozaron siempre de privilegios fiscales con los que no contaban otros instrumentos financieros alternativos, razón por la cual los inversores “iniciados” fueron sus demandantes en la primera etapa (hasta 1991) en la que las reticencias del sector bancario, que temía la “canibalización” de los depósitos tradicionales de

clientes (cuentas de ahorro y plazo) retrasaron el conocimiento y popularización del producto por parte del gran público.

Es a partir de 1-1-2007 cuando las distintas fórmulas de inversión colectiva han visto recortadas algunas de las ventajas fiscales que las caracterizaban, con la entrada en vigor de la Ley 35/2006 del IRPF, al establecer en un tipo único del 18% la fiscalidad de todos los instrumentos de ahorro. Esto, probablemente, provocará una ralentización del crecimiento futuro de esta industria, cuyo desarrollo en las dos últimas décadas ha sido considerable, aunque el camino a recorrer todavía es largo y susceptible de incorporar mejoras, especialmente en el proceso de distribución del producto, a lo que contribuirá sin duda la reciente entrada en vigor de la MIFID (*markets in financial instruments directive*).

Prescindiendo de los aspectos más técnicos de esta industria, de acuerdo con el objetivo divulgativo que pretende el presente texto, se describen las características y evolución de los fondos de inversión financieros, la estructura jurídica societaria de la inversión colectiva mobiliaria, así como la inversión colectiva inmobiliaria, que completan las distintas posibilidades que hasta ahora han sido objeto de regulación por el legislador español.

3.2. Innovación y competencia en el sistema bancario español

Como ha señalado Miguel Martín, Presidente de la Asociación Española de Banca²⁸ “en los últimos veinte años el sistema bancario español ha pasado de ser uno de los más intervenidos, ineficientes y rutinarios de Europa a ser uno de los más dinámicos, rentables y competitivos. Esta transformación ha sido fruto, por una parte, de la desregulación, liberalización y apertura del mercado y, por otra, a la iniciativa emprendedora unida a la calidad de gestión de las propias entidades”.

El proceso de liberalización se acelera a partir del año 1986 con la incorporación de España a la Unión Europea. El abanico de posibilidades de inversión que tenía entonces un ahorrador para colocar sus fondos era muy reducido y se limitaba prácticamente a los depósitos bancarios tradicionales, tanto a la vista como a plazo fijo²⁹. Otras opciones, como la adquisición directa de activos financieros en los mercados bursátiles (bonos, obligaciones y acciones), la inversión colectiva a través de fondos (de inversión y de pensiones) y las operaciones de seguros representaban tan solo situaciones marginales. Por otra parte, la estricta regulación del sistema financiero limitaba la creación de nuevos productos, mientras que la rentabilidad máxima de los depósitos bancarios estuvo limitada por la legislación hasta 1987, año en que se liberalizaron totalmente.

²⁸ Diario *Cinco Días*, 26 de junio de 2006, pág. 17.

²⁹ En un Libro Blanco publicado por Nixdorf Computer en 1986 (*Presente y futuro de los servicios bancarios de las entidades financieras*), se presentan los resultados de una encuesta realizada a 2.627 usuarios de servicios bancarios entre el 15/6 y el 15/7/86, que mencionan como más valorados los siguientes: cuenta corriente (83%), libreta de ahorros a la vista (81%), domiciliación de recibos (78%), cobro de nóminas (67%), créditos personales (57%) y tarjeta de cajero automático (53%), siendo a su vez los productos más utilizados.

La red de sucursales de los bancos se amplía considerablemente a partir del año 1974 lo que les permite acceder a todos los estratos de población, descansando su cuenta de resultados en el margen financiero, prestando por esas fechas el resto de los servicios bancarios (administración de cuentas, tarjetas, etc.) de forma gratuita a la clientela. Con posterioridad se asiste a un proceso de desintermediación financiera³⁰ y reducción de márgenes en el negocio típico tradicional de la banca (captación de depósitos para su transformación en préstamos y créditos) dando paso a las comisiones por servicios que fueron ganando peso relativo dentro de la estructura de la cuenta de resultados del sector.

Es durante la década de los noventa cuando el sector bancario español experimenta sus más profundas transformaciones debido al incremento de la competencia, que se inicia en el año 1989 con el lanzamiento de las cuentas de alta remuneración y se consolida posteriormente con la comercialización masiva de los fondos de inversión. En el caso de los fondos de inversión se utiliza una estrategia de desintermediación *vinculada*³¹, que difumina las características de una desintermediación pura, al decidir las entidades bancarias intervenir en este proceso “intermediando la desintermediación”, que les proporciona sustanciosas comisiones sin tener que asumir los riesgos propios de la intermediación.

En el mercado de los fondos de inversión, la desintermediación vinculada ofrece ciertas ventajas a las entidades bancarias y a los partícipes. Por un lado, las primeras tienen un producto financiero fácil de gestionar y, por otro, a los clientes se les ofrece un producto con una buena rentabilidad financiero-fiscal, seguro, líquido y cómodo (Casas Jurado, 2003, pág. 217). Como también señala Casas Jurado (2003, pág. 32) “el sistema financiero no es sólo un mecanismo de conexión entre oferentes y demandantes de fondos y de asignación eficaz de recursos, sino que es un factor de propulsión del ahorro por medio de atractivas alternativas que deberán ser ofrecidas a los dos colectivos”.

3.2.1. Factores que estimularon la innovación financiera

Diversos factores —avances tecnológicos, modificaciones legislativas, cambios culturales y económicos, adhesión de España a la Unión Europea, evolución de los tipos de interés, déficit público, inflación, reformas fiscales, competencia de la banca extranjera, etc.— han configurado un sector bancario radicalmente distinto al existente, propiciando nuevas estrategias: redefinición de las áreas de negocio, internacionalización, innovación financiera, segmentación del mercado, calidad en el servicio, etc.

Aunque el desarrollo tecnológico en las comunicaciones y la informática han sido el soporte de innovaciones que no hubieran podido implantarse

³⁰ Entendida como el acceso directo de los demandantes de fondos al oferente de los mismos sin la intervención de una entidad crediticia.

³¹ El proceso de desintermediación vinculada del sistema bancario se mide por la relación entre el saldo patrimonial de los fondos de inversión y el saldo de acreedores, entendiendo por éste último el pasivo de las administraciones públicas más el pasivo de otros residentes menos los valores a corto plazo.

sin estos avances, uno de los factores que más ha contribuido al proceso de innovación de productos financieros ha sido la profunda liberalización del sistema, apoyada en una regulación financiera que ha ido recogiendo las aspiraciones del mercado.

La privatización de empresas públicas, el déficit público o la evolución de los tipos de interés son otros tantos hechos significativos que han contribuido al proceso de innovación financiera y al incremento de la competencia bancaria, principal factor dinamizador. Otros factores que explican la necesidad de innovar son los nuevos hábitos y comportamientos de los clientes bancarios, con niveles de exigencia cada vez mayores derivados de una creciente cultura financiera.

3.2.2. Importancia de la regulación financiera

Desde que en 1946 se promulga la Ley de Ordenación Bancaria hasta la Ley 44/2002 sobre Medidas de Reforma del Sistema Financiero, más conocida como Ley Financiera³², distintas normas jurídicas han abordado la regulación de nuestro Sistema Financiero y la modernización del mismo, especialmente a partir de la entrada de España en la Comunidad Europea en 1986. En efecto, en nuestro país se integran simultáneamente un proceso de desregulación (eliminación de reglas o normas restrictivas de la actividad bancaria) junto con la entrada en vigor de otras normas legales que dan cobertura jurídica a un conjunto de actividades específicas, entre las cuales destacan, por orden cronológico, las siguientes:

- *Ley del mercado hipotecario* (1981): con el objetivo de estimular el crecimiento del incipiente mercado hipotecario español, el legislador amplía el número de entidades que pueden realizar este tipo de operaciones creando incluso unas instituciones especializadas en este campo como son las Sociedades de Crédito Hipotecario.
- *Ley de Instituciones de Inversión Colectiva* (1984): los últimos veinte años, que constituyen el espacio temporal objeto de este apartado, se corresponden básicamente con el periodo de vigencia de la Ley 46/1984, reguladora de las IIC, en la que se manifiesta la preocupación del legislador por proteger los intereses de los partícipes y asegurar la liquidez y solvencia de estos instrumentos financieros. En 2004 entra en vigor una nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva³³ que moderniza el sector creando nuevos instrumentos y liberalizando muchos aspectos que deberán estimular la competencia y la profesionalidad entre entidades gestoras y comercializadoras.
- *Ley de Activos Financieros* (1985): durante la primera mitad de los años ochenta se habían desarrollado una serie de instrumentos financieros (pagarés, cédulas hipotecarias, etc.) cuya característica común era su opacidad fiscal, al tratarse de productos con rentabilidad implícita no sometidos a retención y que a través de esta Ley son sometidos a control tributario.

³² En 1962 se promulga la Ley de Bases del Crédito y la Banca y en 1986 el R.D. 1.298 por el cual se adapta la normativa legal sobre entidades crediticias al ordenamiento jurídico de la C.E.E.

³³ Ley 35/2003, de 4 noviembre.

- *Liberalización de los tipos de interés en los depósitos bancarios* (1987): la estricta regulación de los tipos de interés en los depósitos bancarios se fue liberalizando progresivamente en la década de los ochenta³⁴ hasta que en marzo de 1987 la liberalización fue total. Esta nueva situación introdujo la diferenciación de productos a través del precio y la aparición de las “cuentas a la vista de alta remuneración”, que tuvo su punto culminante en septiembre de 1989 con el lanzamiento publicitario de este producto por el Banco Santander, que comercializó en solitario hasta febrero de 1990.
- *Ley de planes y fondos de pensiones* (1987): la incertidumbre sobre la capacidad futura del sistema público de pensiones para afrontar una jubilación digna ha sido un campo abonado para la generación de esta ley, cuyo reglamento no fue publicado hasta noviembre de 1988, que introduce los planes de pensiones privados de capitalización, complementarios del régimen de pensiones públicas, basado en un sistema de reparto.
- *Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito* (1988): entre otros aspectos levanta la prohibición de realizar operaciones de arrendamiento financiero (*leasing*) por parte de las entidades de crédito y la de emisión de Cédulas Hipotecarias³⁵.
- *Ley de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria* (1992): el mercado hipotecario, regulado en 1981, comienza a desarrollarse en la década de los noventa. Con las nuevas Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria el legislador pretende impulsar el mercado de la vivienda en alquiler y a través de los Fondos de Titulización Hipotecaria, movilizar los préstamos hipotecarios del sector bancario con el fin de obtener nuevos fondos con objeto de no paralizar la contratación de nuevas hipotecas.
- *Ley de subrogación y modificación de préstamos hipotecarios* (1994): los préstamos hipotecarios constituyeron el principal producto de vinculación de clientes para el sector bancario, debido al alto coste que suponía el trasladar la hipoteca de una a otra entidad. Con esta nueva ley se abaratan y simplifican las condiciones de este traslado en un entorno de tipos de interés a la baja. Como consecuencia, la competencia bancaria por la captación de estas operaciones se intensifica progresivamente.
- *Ley sobre Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados* (1995): desde el punto de vista legislativo, en España las actividades bancarias y aseguradoras han estado separadas, no permitiéndose que los bancos actuaran como distribuidores de seguros (sólo podían hacerlo a través de corredurías), lo cual fue posibilitado a partir de la entrada en vigor de la Ley 9/1992 de Mediación en Seguros Privados a través de

³⁴ A través de la Orden de 17 de enero de 1981 del Ministerio de Economía y Comercio, se liberalizan parcialmente los tipos de interés.

³⁵ Ley 26/1988 de 29 de julio.

la figura del “agente persona jurídica”. La Ley de 1995 regula con amplitud el campo de los seguros privados, que están llamados a tener una importante incidencia dentro del sistema financiero español. No obstante, la penetración del sector bancario en el ámbito asegurador (bancaseguros o *bancassurance*³⁶) es un fenómeno iniciado en la década de los ochenta y potenciado en los noventa, constituyendo un importante canal de distribución, especialmente en el ramo de los seguros de vida.

- *Ley de mercado hipotecario y otras normas financieras* (2007): la Ley 41/2007 modifica la Ley 2/1981 de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, como la regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia.
- *La legislación fiscal*: las características fundamentales que en España ha tenido la fiscalidad de las inversiones financieras son su complejidad y su carácter temporal y cambiante³⁷. Así, el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) ha sufrido en España frecuentes modificaciones, que han afectado directamente a determinados instrumentos financieros que han sido más o menos demandados en función de las ventajas fiscales con que contaron en cada momento³⁸. Es el caso, entre otros, de los fondos de inversión, los planes de pensiones, los seguros financieros o los préstamos hipotecarios para la adquisición de la primera vivienda³⁹.

3.2.3. El déficit público

A partir de 1990, al fuerte incremento experimentado por el déficit público se unió la necesidad de abandonar los circuitos privilegiados de financiación del Estado —coeficientes obligatorios bancarios, recurso al Banco de España, etc.— debido al ingreso en la Comunidad Europea, sustituidos por medios ortodoxos de financiación a través de emisiones de valores negociables provocando una fuerte presión sobre los mercados financieros con el objetivo de atraer los fondos de los agentes económicos excedentarios.

³⁶ El término universalmente más empleado es el francés, país donde la *bancassurance* logró el mayor grado de desarrollo de toda Europa.

³⁷ Además de otra normativa jurídica de menor rango, nos encontramos con la siguiente legislación sobre el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas: Ley 44/1978, Ley 18/1991, Ley 40/1998, Ley 46/2002 y Ley 35/2006.

³⁸ “El análisis de la fiscalidad conduce al inversor a la búsqueda de una rentabilidad en este campo. Es decir, a intentar minimizar la pérdida, vía impuestos, de parte de los rendimientos obtenidos. La rentabilidad fiscal, a la que nos referimos, puede ser alcanzada de dos formas: a) la inversión en activos financieros cuyos rendimientos sean susceptibles de ocultación fiscal y b) la inversión en activos financieros sometidos legalmente a determinados beneficios fiscales” (Oliver, 1996).

³⁹ “Lejos de ser una moda, el debate sobre el tratamiento fiscal del ahorro se ha consolidado como un tema permanente en la agenda de la política económica. Ello no puede sorprender si se acepta que las posibilidades de crecimiento económico de un país dependen, en buena medida, de su nivel de ahorro y de la materialización de éste en los activos más rentables, variables sobre las que el sistema impositivo puede tener una influencia no despreciable” (González-Páramo y Badenes Plá, 2002).

Como señala M^a Dolores Oliver (1996, pág. 148), el Estado, ávido por acaparar fondos, se convierte en el principal impulsor de nuevos instrumentos financieros, mercados y técnicas. Muestra de ello son:

- Los pagarés del Tesoro y las Letras del Tesoro, dentro del capítulo de activos financieros.
- La creación del mercado de anotaciones en cuenta de Deuda del Estado.
- El impulso y perfeccionamiento en el funcionamiento del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero.
- La creación de los *fondtesoros*, como fondos de inversión cuyo destino son los valores públicos.
- La búsqueda constante de productos para atraer al ahorrador final, como el estudio que realiza el Tesoro a lo largo de 1994 respecto a la posibilidad de inversión en Deuda Pública de los depósitos colocados en “cuentas-vivienda” en las entidades financieras. O la posibilidad, también contemplada por el Tesoro en el mismo año, de introducir un nuevo tipo de valor negociable a tipo de interés variable.

3.2.4. La privatización de empresas públicas y las OPV'S de empresas privadas

En el año 1987 se inicia el proceso de privatización de las grandes empresas públicas que desarrollan su actividad en sectores regulados, debido entre otras razones, a las necesidades de captar recursos por parte de la Administración. La Oferta Pública de Venta de Acciones (OPV) es el procedimiento normalmente utilizado para la privatización de las grandes empresas públicas españolas⁴⁰, en las que el tramo minorista ha tenido un peso significativo en el proceso. Las entidades del sector bancario, como aseguradoras de las OPV, canalizan las ventas hacia las economías domésticas modificando la composición del patrimonio financiero familiar. También las OPV de empresas privadas, generalmente como paso previo a su salida a Bolsa, han contribuido a este proceso⁴¹.

3.2.5. La evolución de los tipos de interés y la inflación

Los elevados tipos de interés junto con la evolución de la inflación, provocaron algunas innovaciones en productos bancarios (preferencia por el corto plazo, utilización de *repos*⁴², generalización de los tipos de interés variables en las operaciones de crédito a largo plazo, etc.). La sucesiva bajada en los tipos de interés, iniciada en 1993, facilitó la expansión de instrumentos financieros con un componente de riesgo mayor y la tendencia hacia un mayor endeudamiento de las familias, especialmente cuando los tipos reales son negativos (periodo 2002/2005), como se observa en la Tabla 3.1 y Gráfico 3.1.

⁴⁰ Endesa, Telefónica, Argentaria, Repsol, Tabacalera, Aceralia, Iberia, Red Eléctrica, Gas Natural...

⁴¹ TelePizza, Sol Meliá, Koipe, Parques Reunidos, Adolfo Domínguez, Sogecable, Terra, ACS, Inditex, Fadesa, Ferrovial, Zeltia, Renta Corporación, Telecinco, Cintra, Prisa, Realia, Renta 4, Gamesa, Enagás, Vocento, Riofisa...

⁴² Cesión temporal de activos financieros con pacto de recompra.

Tabla 3.1. Evolución de tipos de interés e índices de precios al consumo (1986-2007).

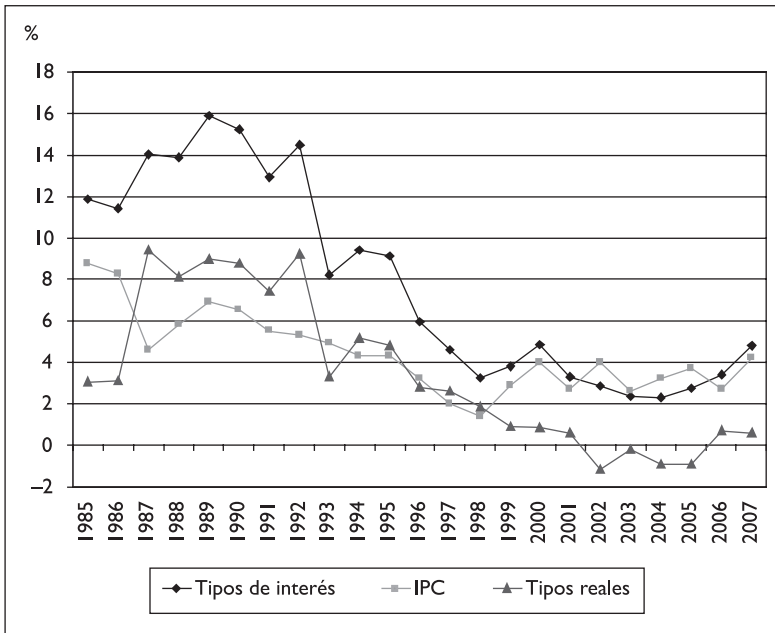
Años	Tipos de interés	IGPC	Tipos reales	Años	Tipos de interés	IGPC	Tipos reales
1986	11,417	8,3	3,117	1997	4,623	2,0	2,623
1987	14,035	4,6	9,435	1998	3,240	1,4	1,840
1988	13,907	5,8	8,107	1999	3,806	2,9	0,906
1989	15,896	6,9	8,996	2000	4,881	4,0	0,881
1990	15,268	6,5	8,768	2001	3,298	2,7	0,598
1991	12,925	5,5	7,425	2002	2,872	4,0	-1,128
1992	14,507	5,3	9,207	2003	2,381	2,6	-0,219
1993	8,238	4,9	3,338	2004	2,301	3,2	-0,899
1994	9,445	4,3	5,145	2005	2,783	3,7	-0,917
1995	9,136	4,3	4,836	2006	3,921	2,7	1,221
1996	5,994	3,2	2,794	2007	4,793	4,2	0,593

GPC: Tasas de variación anual (dic/dic).

Tipos de interés: Mibor y Euríbor (datos a diciembre).

Fuente: INE y Banco de España (Series históricas).

Gráfico 3.1. Tipos de interés e IPC.



3.2.6. La competencia bancaria: Principal factor dinamizador

“El año 1987 fue uno de los más destacables en la panorámica general de la competencia entre los grandes bancos privados españoles no sólo por la frustrada OPA hostil del Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito, sino también por la publicación de la Orden de 3 de marzo de 1987, en la que el Ministerio de Economía y Comercio disponía la liberalización de todos los tipos de interés y, por tanto, abría paso a la competencia basada en la diferenciación de productos a través del precio” (Bocigas Solar, 2001, pág. 15). Al no poder patentar los productos y servicios bancarios, se adopta una imagen de marca, política que se generalizó entre las entidades bancarias. Así, el Banco Santander denominó “supercuenta” a su cuenta corriente de alta remuneración, cuyo lanzamiento tuvo lugar en septiembre de 1989, rompiendo el “acuerdo entre caballeros”⁴³ existente entre las grandes entidades del sector, desarrollándose a partir de entonces acciones competitivas muy agresivas⁴⁴.

Tras la campaña de las cuentas corrientes a la vista de alta remuneración, en septiembre de 1991 se inicia la comercialización masiva de los fondos de inversión por parte del Banco de Bilbao Vizcaya (BBV), que en esta ocasión fue inmediatamente seguida por el resto de las principales entidades bancarias⁴⁵.

Los intentos de asociar producto y marca por entidad, como factor diferenciador, sólo tuvieron éxito en casos muy concretos⁴⁶. Realizada una investigación entre los principales productos que el sector bancario ofertaba a los particulares en el inicio del periodo que se contempla (años 1986/87), cuando la competencia era todavía reducida y otra, doce años más tarde (1998/1999), cuando la competencia se había intensificado con innovaciones en productos financieros especialmente patentes, se han obtenido los resultados que se muestran a continuación, siendo objeto de análisis el siguiente grupo de productos: Ahorro/Inversión, Previsión y Financiación.

Dentro de estas modalidades, se han seleccionado aquellos productos que adoptaron una denominación específica con el objetivo de que la imagen de marca se convirtiera en un factor diferencial⁴⁷.

3.2.6.1. Años 1986-1987: Entidades y marcas por producto

Entre los productos de la banca de particulares, en esta época, destacan los productos de ahorro/inversión además de las modalidades tradicionales

⁴³ Los presidentes de los siete primeros bancos españoles pactaban las condiciones de los productos con objeto de evitar una fuerte competencia entre ellos.

⁴⁴ La campaña publicitaria del Banco Santander no tuvo respuesta inmediata por el resto de los grandes bancos. Hubo que esperar hasta febrero de 1990 cuando Banesto publicitó la “Cuenta Única”, seguido por el BBV (Supercuenta BBV Plus) y del BCH (Cuenta Total).

⁴⁵ Los bancos fueron más activos de las cajas de ahorros en la venta de fondos de inversión, que todavía se ve reflejado en sus respectivas cuotas de mercado (67% bancos, 26% cajas y 7% otros intermediarios).

⁴⁶ Un reciente ejemplo exitoso de identificación lo constituye la “cuenta naranja” y la “hipoteca naranja”, productos ofertados a través de Internet por el grupo Ing-Direct y apoyados con publicidad masiva.

⁴⁷ La dispersión de marcas entre los diferentes productos dificultó conseguir la identificación buscada.

de depósitos bancarios (cuentas corrientes, cuentas de ahorro⁴⁸ e imposiciones a plazo fijo). Se generaliza la oferta de cuentas corrientes y, en menor medida, de cuentas de ahorro financieras cuyos saldos se invertían en distintos activos financieros (generalmente emisiones de Deuda Pública). Los productos de financiación más generalizados son los préstamos personales e hipotecarios, con una gama más variada en el caso de los préstamos al consumo, aunque no existía una clara diferenciación en las condiciones incorporadas a los mismos por las distintas entidades.

La oferta más generalizada durante estos años es la de los Productos de Previsión, como un anticipo a los Planes de Pensiones —cuya legislación estaba en proceso de elaboración— que se concretaban en “planes de ahorro” (conocidos también como “planes de jubilación”) cuyo soporte eran participaciones en fondos de inversión o bien seguros de capital diferido, aprovechando las ventajas fiscales de que disfrutaban estos productos. En esta época aumentan las emisiones de Bonos de Tesorería de los bancos comerciales y mixtos, y Bonos de Caja por los bancos industriales, mientras que el sector de las cajas de ahorros fue muy activo en la emisión de Cédulas Hipotecarias.

Una muestra del catálogo de productos ofertados por las principales entidades bancarias españolas en los años 1986-1987⁴⁹ aparece recogida en las tablas 3.2 y 3.3. Como se ha señalado, las diferentes marcas comerciales utilizadas para los diferentes productos financieros, que aparecen relacionados como ejemplos de la oferta competitiva del sector bancario en los años 1986-1987, apenas apoyada con campañas de marketing, no tuvieron efectos relevantes como factor diferenciador, aunque en años sucesivos las entidades bancarias siguieron incidiendo en la política de marcas aplicada a los nuevos productos que, con mayor o menor éxito, se fueron introduciendo en el mercado, ahora sí apoyados con fuertes campañas publicitarias y merchandising en oficinas.

⁴⁸ En esta época y dentro de las cuentas de ahorro caben destacar las “cuentas de ahorro del emigrante” que habían sido creadas por el Decreto 3.259/1970, disponibles en divisas y exentas del antiguo impuesto sobre las rentas del capital establecido por Decreto-Ley 2/1975, así como las “cuentas individuales de ahorro-vivienda” reguladas por el Decreto-Ley 8/1966, que permiten obtener un préstamo de hasta el 50% del saldo de la cuenta, que devengaría un interés del 1% más que el que se abonaba en la cuenta.

⁴⁹ En estos años, el Departamento de Marketing y Promoción del Banco Hispano Americano editó un Catálogo de Servicios y Productos, como un documento interno de hojas cambiables que sirviera como herramienta de orientación y consulta para su red comercial, con la siguiente clasificación: Depósitos; Inversiones; Aiales, fianzas y garantías; Servicios; Extranjero y Servicios especiales. El éxito obtenido con esta iniciativa llevó a este banco a editar un nuevo Catálogo en 1990, al que llamó “Agenda Comercial”, al que se incorporó la segmentación de clientes, que para el caso de las economías domésticas consideraba los siguientes subsegmentos: Asalariados y Profesionales (Rentas altas, medias y bajas), Pensionistas y Jóvenes, incluyendo argumentos de venta para cada uno de los productos. En esta guía ya se describían un total de 60 productos específicos, el 50% de los cuales estaban dirigidos especialmente al segmento de particulares. Esta misma entidad a finales de 1991, en pleno periodo de fusión con el Banco Central, editó también para uso interno, un Manual de Segmentación de Clientes para el desarrollo de acciones de marketing desde cada oficina, complementado con un programa informático de segmentación que incluía modelos de textos para el envío de mailing a clientes.

Tabla 3.2. Entidades y marcas por producto en el periodo 1986-1987 (I).

Entidades	Cuentas corrientes financieras y cuentas de ahorro financieras	Planes de ahorro (Productos de previsión)
Banco Atlántico	Cta. Inversión en Activos Financieros	Plan de Ahorro Sistemático
Banco Central	Cuenta Fiscal	Plan de Jubilación. Certificado 100
Banco de Financiación Industrial	Cuenta Integral Induban	
Banco de Financiación Industrial	Libreta de Ahorro Induban	
Banco Herrero	Cuenta de Alta Remuneración	Plan de Jubilación Individual
Banco Hispano Americano	Cuenta Corriente Financiera	Cuenta Individual de Jubilación ⁽¹⁾
Banco Hispano Americano	Cuenta de Ahorro Activo ⁽²⁾	Plan Hispano de Rentabilidad Asegurada ⁽³⁾
Banco Intercontinental Español	Cta. Activos Financieros Bankinter	
Barclays Bank	Cuenta Azul	
Citibank España	Citicuenta	
Citibank España	Citicuenta Plus	
Banco Urquijo-Unión	Libreta de Ahorro Combinada	
Banco de Bilbao		Plan Jubilación Bancobao
Banco de Vizcaya		Plan de Previsión Familiar
Banco Español de Crédito		Plan Inversor de Jubilación
Banco Popular Español		Plan de Previsión Popular
Banco Santander		Plan Presente y Futuro
Caja Ahorros de Alicante y Murcia		Plan XXI de Jubilación Garantizada
Caja de Ahorros de Cataluña		Libreta Previsión
Caja de Ahorros de Pontevedra		Plan de Ahorro Futuro
Caja Postal de Ahorros		Plan de Pensiones ⁽⁴⁾
Grupo Caixa		Libreta Pensión 2000

(1) Con los importes aportados se adquirían participaciones en Rentfondo, fondo de inversión mobiliaria de renta fija.

(2) 2/3 del saldo estaba invertido en activos financieros y 1/3 se mantiene en cuenta de ahorros.

(3) Los importes captados se destinaban a formalizar un seguro de capital diferido a nombre del titular del producto.

(4) La denominación comercial adoptada por la Caja Postal de Ahorros iba a coincidir con la que con carácter exclusivo estableció posteriormente la Ley de Planes y Fondos de Pensiones de 1987 para los planes acogidos a esta legislación.

Fuente: Información obtenida de las distintas entidades.

La entidad que hizo una apuesta más fuerte por una “política de marcas” fue el Banco Bilbao Vizcaya, con objeto de diferenciarse de sus principales competidores. Denominó “Libretón” a su cuenta de ahorro de alta remuneración, “Creditón” a su préstamo personal e “Hipotecón” a su préstamo hipotecario para la adquisición de vivienda. Con un sentido más comercial, el Banco Santander, aprovechando el tirón del lanzamiento de la “cuenta corriente de alta remuneración”, basó su política de marcas en el prefijo “super” seguido del nombre genérico del producto. Por su parte, tras la fusión realizada en 1991 entre el Banco Central y el Banco Hispano Americano, el nuevo Banco Central Hispano utilizó el prefijo “euro” para muchos de sus productos, denominación que quedó en desuso a raíz de su fusión con el Santander en 1999, mientras que el Banco Español de Crédito utilizó durante algún tiempo el prefijo “extra” para sus productos.

Tabla 3.3. Entidades y marcas por producto en el periodo 1986-1987 (II).

Entidades	Créditos con garantía personal	Créditos hipotecarios
Banco Central	Crédito Personal Rápido	
Banco de Bilbao	Crédito Instantáneo Bancobao	Crédito Modernización de Vivienda BB
Banco de Financiación Industrial		Credi-Induban Vivienda
Banco de Vizcaya		Credi-Casa
Banco del Comercio	Crédito Cinco Estrellas	
Banco Español de Crédito	Crédito a los Estudiantes	
Banco Español de Crédito	Crédito a Particulares	
Banco Guipuzcoano	Crédito Joven	
Banco Hispano Americano	Préstamo Personal	Préstamo Hipotecario Vivienda
Banco Hispano Americano	Crédito Premiado	
Banco Intercontinental Español		Crédito Vivienda Bankinter
Banco Popular Español	Crédito Permanente Popular	
Banco Santander	Créditos Privados	
Barclays Bank	Crédito Instantáneo	
Caixa Galicia	Crédito Familiar	
Caixa Galicia	Préstamos para Universitarios	

Fuente: Información obtenida de las distintas entidades.

3.2.6.2. Años 1998-1999: Entidades y marcas por producto

Entre los años 1989 y 1991 el producto estrella fue la “Cuenta corriente de alta remuneración”, que constituyó una revolución en el mercado de depósitos, bautizada como la primera “guerra del pasivo”. Gran notoriedad y mayor permanencia temporal, gracias a una fuerte inversión

publicitaria, tuvieron las “Cuentas de ahorro de alta remuneración” que incorporaban además sorteos y regalos, introducidas en 1990 por el Banco Bilbao Vizcaya (BBV) bajo la denominación comercial de “El Libretón” comercializada en solitario hasta 1993⁵⁰ (incorporaba una mascota especial: una hucha en forma de cerdito). La sucesiva reducción en los tipos de interés mantuvo estas libretas en el mercado, aunque su atractivo quedó limitado a las remuneraciones en especie —sorteos y regalos—, que también fueron utilizadas en las Imposiciones a Plazo Fijo. A partir de 1991 los esfuerzos por la captación de recursos se centraron en la comercialización de Fondos de Inversión, cuyo incremento patrimonial fue espectacular en los años siguientes. Tampoco en la industria de los fondos de inversión se logró una imagen de marca, vinculándose los fondos a la marca de las instituciones que los comercializaron. En 1993, con la “Superhipoteca”, el Banco Santander desató la “guerra del activo” seguida por el Banco Bilbao Vizcaya (Credi-Uno Plus), el Central Hispano (Hipoteca Central Hispano) y otras entidades. La reducción que comenzaron a experimentar los tipos de interés y el abaratamiento de los costes del cambio de hipoteca de una entidad a otra que introdujo la nueva normativa sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios de 1994⁵¹ reactivó la oferta de productos de financiación hipotecaria⁵². El incremento de la rivalidad competitiva entre las diferentes entidades del sector bancario produjo hechos como los reseñados y otros menos relevantes que en años sucesivos se fueron consolidando con la diversificación de los productos.

En el año 1994 continuó la lucha competitiva en el mercado de inversiones crediticias, al desatarse la “guerra” de los créditos al consumo. Los bancos Santander, BBV y Central Hispano lanzaron sus respectivos créditos personales —“Supercrédito personal”, “Creditón” y “Crediexpres”—, con poca diferencia de tiempo (Bocigas Solar, 2001, pág. 24).

Otro hecho significativo se produce a partir de 1995⁵³ con la intensificación de la oferta de productos de seguros multirriesgo del hogar en las oficinas bancarias, asociados a los préstamos hipotecarios, así como la generalización de la venta de seguros de vida, además de los Planes de Pensiones, cuya comercialización se había iniciado en 1988.

A mediados de los años noventa los Departamentos de Marketing de las entidades bancarias eran especialmente activos en el diseño y lanzamiento

⁵⁰ En 1993 el Banco Santander lanzó una libreta de ahorro remunerada, con un tipo de interés nominal más alto que el de “El Libretón” y con un elefante como mascota y la denominó “Superlibreta”. Por ello, se dice que el Santander fue el banco que desató la denominada segunda “guerra del pasivo”. El tercer banco en entrar en la “guerra de las libretas de alta remuneración” fue el Central Hispano, con la “Libreta Central Hispano”, en la que ofrecía un tipo de interés nominal más alto que el de “El Libretón” y la “Superlibreta”, utilizando un canguro como mascota. El Banco Español de Crédito también se sumó a la guerra de las libretas con la “Libreta Única” (Bocigas Solar, 2001, pág. 21-22).

⁵¹ Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios.

⁵² Para participar en la reactivación de la “guerra” de las hipotecas, el BBV lanzó “El Hipotecón”, un crédito hipotecario con un plazo de amortización de hasta treinta años y con carácter mixto (interés fijo los 10 primeros años y luego variable (Bocigas Solar, 2001, pág. 25).

⁵³ Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los Seguros Privados.

Tabla 3.4. Entidades y marcas por producto en el periodo 1998-1999 (I).

Entidades	Libretas de alta remuneración ⁽¹⁾	Cuentas corrientes de alta remuneración ⁽²⁾	Depósitos fiscales ⁽³⁾
Argentaria	La Millonaria ⁽⁴⁾		Internacional 90/100
B. del Comercio	Libreta Multipremio ⁽⁵⁾		
Banesto	Extralibreta ⁽⁶⁾	Cuenta Única	
Barclays		Cuenta Azul	
Bankinter			Depósito Máximo
Bilbao Vizcaya	El Libretón ⁽⁷⁾	Cuenta BBV Plus	Depósito BBV Bolsa
Caja Madrid	Libreta Integral	Cuenta Integral	Depósito IBEX
Caja Madrid	Libreta Oro		
Central Hispano	Libreta de Interés Diario ⁽⁸⁾	Cuenta Total	Fiscal 2,3,4 y 5 ⁽⁹⁾
Central Hispano	Libreta Central Hispano	Cuenta Lince ⁽¹⁰⁾	
Citibank			Depósito Fiscal
Credit Lyonnais	Libreta Cuenta Conmigo		Depósito Multiplus
Deutsche Bank		Cuenta Personal DB	
La Caixa	Libreta Estrella ⁽¹¹⁾		
La Caixa	Libreta Proyecto		
Sabadell		Cuenta Personal	
Santander	Superlibreta	Supercuenta	Ahorro Seguro
Santander	Libreta de Renta Diaria ⁽¹²⁾		

(1) El tipo de interés se aplica por tramos, de acuerdo con el saldo medio mantenido.

(2) El tipo de interés se aplica por tramos, de acuerdo con el saldo medio mantenido.

(3) Depósitos con vencimiento a más de dos años (generalmente a dos años y 1 día) para beneficiarse de la nueva ley fiscal. En muchos de ellos, la rentabilidad queda referenciada a la evolución de índices bursátiles (en la mayoría de los casos el IBEX 35).

(4) Se obtienen participaciones para acceder a sorteos de 1.000.000 pesetas.

(5) Se acumulan puntos en función del saldo medio y de la vinculación del cliente, canjeables por regalos.

(6) Se obtienen puntos en función del saldo medio mensual que pueden canjearse por los regalos del extracatálogo.

(7) Sorteos de automóviles además de otros premios de menor cuantía.

(8) El soporte de este producto era un FIM con criterio de inversión de Renta Fija, a corto plazo. La Libreta era el certificado de las participaciones adquiridas.

(9) Las denominaciones están en función del plazo de vencimiento del depósito (26, 36, 48 y 60 meses).

(10) Cuenta corriente disponible a través de talonario de cheques que estaba ligada a una "cesta de fondos" que permite a su titular hacerse un "traje a medida" al poder elegir su propia estrategia de inversión entre 30 posibles combinaciones de cuatro fondos (Dinero, Renta Fija, Renta Variable y Valores internacionales).

(11) Incorpora sorteos y regalos promocionales a través de un sistema de puntos.

(12) El saldo se invierte en el fondo Santander Ahorro, de Renta Fija. La libreta no constituye certificado-resguardo. Por cada operación de suscripción o reembolso el cliente recibe un resguardo.

Fuente: Información obtenida de las distintas entidades.

de productos novedosos, que presentaban alguna singularidad respecto a los ofrecidos por la competencia.

Tabla 3.5. Entidades y marcas por producto en el periodo 1998-1999 (II).

Entidades	Cuentas por segmentos			
	Niños	Jóvenes ⁽¹⁾	Asalariados ⁽²⁾	Jubilados ⁽³⁾
Argentaria (C. Postal)	Mi Primera Libreta ⁽⁴⁾			
B. del Comercio			Cuenta 6C	
Banesto	Minicuenta	Extralibreta Joven ⁽⁵⁾		
Banesto		Cuenta Junior		Cuenta Estilo 55
Bankinter			Cuenta Nómina Oro	
Bilbao Vizcaya		Cuenta Estudiante	Supernómina	
Caja Madrid	Cuentas Tú ⁽⁶⁾	Cuenta Joven	Servicio Nómina	Libreta Integral
Caja Mediterráneo			Cuenta Mediterráneo	
Central Hispano	Mi Libreta ⁽⁷⁾	Cuenta 20	Cuenta Nómina	Horizontes BCH
La Caixa	Megalibreta ⁽⁸⁾	Libreta Joven		
La Caixa	Libreta futuro ⁽⁹⁾			
Santander	Cta. Ahorro Infantil ⁽¹⁰⁾	Cta. Ahorro Joven	Nómina Super Libreta	
Zaragozano			Cta. Nómina-Pensión	Servicio Pensión

- (1) Cuentas exentas de comisiones y gastos y con otras ventajas asociadas.
 (2) Las cuentas-nómina incorporan un paquete de productos, alguno de ellos gratuito.
 (3) Sin comisiones de mantenimiento y administración y generalmente con sorteo de regalos.
 (4) Con seguro de accidentes gratuito en caso de fallecimiento de la persona que comparte la titularidad de la libreta con el menor.
 (5) Se obtienen puntos para canjear por regalos, según catálogo.
 (6) Seguro de estudios gratuito siempre que se mantenga un saldo medio no inferior a 75.000 pesetas.
 (7) Con regalos y revistas gratuitas.
 (8) Regalos, según comunidades autónomas, al realizar ingresos.
 (9) Incorpora un seguro de fallecimiento de uno de los padres.
 (10) Con regalos y colección de libros infantiles.

Fuente: Información obtenida de las distintas entidades.

Como ejemplo, puede citarse el que en el mes de mayo de 1995 lanzó el Banco Central Hispano. Se trataba de un “paquete de servicios” ofertado a través de una cuenta a la vista (corriente o de ahorros) denominada “Cuenta Genial”, con una única comisión de mantenimiento mensual fija de 750 pesetas e incorporando las siguientes prestaciones: beneficios bancarios (exención de comisiones de mantenimiento y administración;

tarjeta de débito gratuita así como bonificaciones en la contratación de préstamos personales e hipotecarios), beneficios de ocio (descuento del 25% en restaurantes y del 50% en hoteles, descuento en viajes y una revista semestral gratuita) y beneficios de seguridad (seguro de accidentes gratuito, servicio de protección de tarjetas gratuito y servicio de protección de llaves gratuito). Se trataba de un producto nuevo en el mercado español que venía precedido de un gran éxito en EE.UU., pero, a pesar de los grandes esfuerzos comercializadores del BCH⁵⁴, no tuvo el éxito esperado siendo retirada del mercado en 1999 una vez realizada la fusión del BCH con el Banco Santander.

Tabla 3.6. Entidades y marcas por producto en el periodo 1998-1999 (III).

Entidades	Cuentas vinculadas a Bolsa	Planes de ahorro ⁽¹⁾	Planes de pensiones
Argentaria (B. Exterior)			Plan de Pensiones
Banesto		Plan Asegurado de Jubilación	ExtraPlan de Pensión
Banesto			Banesto Renta Mixta
Banesto			Banesto Renta Variable
Bankinter			BK Bolsa
Bankinter			BK Renta
Bankinter			BK Inversión
Bilbao Vizcaya			Plan Pensiones Individual
Caja Madrid		Ahorro Seguro 3	
Caja Cataluña		Plan de Ahorro Garantizado	
Central Hispano	Depósito IBEX 35	Ahorro Asegurado	Europlan de Pensiones
Open Bank		Fórmula Open de Ahorro Fiscal	
Santander	Libreta IBEX 35		Plan Pensión Crecimiento
Santander			Plan Pensión Vital

⁽¹⁾ Productos asociados a un seguro de vida.

Fuente: Información obtenida de las distintas entidades.

En la banca de particulares, durante la segunda mitad de la década de los noventa, se constata una gran preocupación por parte de las

⁵⁴ El plan de medios incluyó televisión, prensa y revistas, radio, merchandising en oficinas y acciones de marketing directo, así como un gran esfuerzo de promoción interna.

entidades por segmentar y fidelizar a sus clientes a través de paquetes de productos específicos dirigidos a niños, jóvenes, asalariados o jubilados⁵⁵, y, al mismo tiempo, se mantiene la política de marcas y la adopción de la calidad de servicio —factores de diferenciación— como una alternativa a la política de precios.

Se tiene en cuenta la satisfacción del cliente, que es importante para todas las empresas, pero en especial para las de servicios, porque, a diferencia de las de fabricación, aquéllas tienen menos medidas objetivas de calidad para valorar su producción y, sin embargo, para éstas la calidad de la oferta que da respuesta a las demandas de los usuarios es la variable estratégica diferencial frente a los competidores⁵⁶.

Se observa un incremento en los productos de financiación (préstamos al consumo e hipotecarios) y una variada oferta de productos “fuera de balance” (fondos de inversión, seguros y planes de pensiones), mientras que las cuentas corrientes y libretas de alta remuneración pierden atractivo para sus usuarios al reducirse sustancialmente los tipos de interés (véase la Tabla 3.1 de la página 149).

Tabla 3.7. Entidades y marcas por producto en el periodo 1998-1999 (IV).

Entidades	Cuenta vivienda ⁽¹⁾	Créditos al consumo	Préstamos hipotecarios
Argentaria (B. Exterior)		Credi Millonario	Crédito Casa Total
Argentaria (B. Exterior)			Crédito Casa 2ª Residencia
Atlántico		Creditodo	
B. del Comercio		Crédito A Medida	Hipoteca 100%
B. del Comercio		Crédito Automóvil	Hipotecario flexible
Banesto		Extra Crédito	Extrahipoteca Cuota Fija
Banesto			Extrahipoteca Tipo Fijo

Continúa

⁵⁵ La captación como clientes de niños y jóvenes, aunque no rentable a corto plazo, es una apuesta de futuro. En cuanto a las acciones dirigidas a asalariados y jubilados se asocian generalmente a la domiciliación de su nómina o pensión y constituye el camino para adoptar una nueva concepción de “banca de clientes” frente al modelo tradicional de “banca de productos”, con la oferta al cliente segmentado de un paquete global con el que se trata de cubrir simultáneamente varios objetivos: popularización de los productos, beneficios de la “venta cruzada”, vincular al cliente, etc.

⁵⁶ “Aunque más tarde que otras empresas pertenecientes a los sectores industriales y comerciales, los programas de calidad emprendidos por las entidades financieras españolas parten del convencimiento de que la mejora de la calidad redundará en el aumento de las ventas e ingresos, a través, principalmente, de la fidelidad y vinculación de los clientes y en la disminución de costes a través de acciones de mejora que reduzcan los errores. El empleo de la pseudocompra (compradores ficticios), encuestas a clientes y análisis de reclamaciones, son los elementos básicos utilizados por las entidades bancarias para evaluar la gestión de calidad de sus red de oficinas” (Grandío, 1997, pág. 50).

Entidades	Cuenta vivienda ⁽¹⁾	Créditos al consumo	Préstamos hipotecarios
Banesto			Extrahipoteca Joven
Banesto			Extrahipoteca Tipo Mixto
Banesto			Extrahipoteca Tipo Variable
Bankinter	Depósito Vivienda		
Barclays			Credivivienda Azul
Bilbao Vizcaya		Creditón	Hipotecón BBV
Bilbao Vizcaya			Hipotecón Cuota Blindada BBV
Caja Cataluña			Crédito Total Primera Vivienda
Caja Madrid		Crédito Consumo	Hipoteca Cuota Cero
Caja Madrid			Hipoteca Cuota Fija
Caja Madrid			Hipoteca Maxi 100
Caja Mediterráneo	Cuenta Vivienda Integral		
Central Hispano	Cuenta Vivienda	Crediexpres Consumo	Eurohipoteca Tipo Fijo
Central Hispano		Crédito Continuo	Eurohipoteca Flexible
Central Hispano			Eurohipoteca Joven
Central Hispano			Eurohipoteca Tipo Mixto
Central Hispano			Eurohipoteca Tipo Variable
Credit Lyonnais	Plan Ahorro Vivienda		Hipoteca Plus
Deutsche Bank		Préstamo Confianza	
La Caixa			Crédito Abierto
Open Bank		Crédito Preconcedido	
Popular			Crédito Abierto
Sabadell	Horizonte Vivienda	Préstamo Coche	Hipoteca Personal Variable
Sabadell			Hipoteca Interés Fijo
Santander		Super Crédito Bienvenida	Super Hipoteca Fija
Santander			Super Hipoteca Mixta
Santander			Super Hipoteca Variable

⁽¹⁾ Se aplican tipos de interés más elevados que en las cuentas y depósitos tradicionales.

Fuente: Información obtenida de las distintas entidades.

En los últimos años la gama de productos ofertados no ha experimentado cambios sustanciales. Se observa un avance significativo de la Banca Privada⁵⁷, una intensificación de los préstamos hipotecarios y ampliación de la tipología de los fondos de inversión, así como la irrupción de las cajas y los grandes bancos en el segmento de los créditos rápidos⁵⁸. Otro aspecto a destacar es la fuerte presencia publicitaria en la comercialización de productos bancarios a través de Internet, que se concreta fundamentalmente en depósitos y préstamos hipotecarios.

3.2.7. El patrimonio financiero familiar

La desregulación y liberalización de los mercados financieros junto con el creciente desarrollo de los grandes inversores institucionales —fondos de pensiones y fondos de inversión— han contribuido a diversificar las inversiones en activos financieros por parte de las familias. Los ahorradores distribuyen su riqueza entre los distintos productos financieros teniendo en cuenta la rentabilidad financiero-fiscal, la liquidez y el riesgo de cada uno de ellos.

Dado que el ahorro tiene muchos componentes no se puede explicar por la incidencia de un solo factor, si bien el principal incentivo para el ahorro en España parece que ha sido la ventaja fiscal que se obtiene por invertir en determinados productos. Lo mismo sucede con la inversión en vivienda cuyo beneficioso trato fiscal ha contribuido a desincentivar el ahorro financiero de las familias⁵⁹ fomentando la adquisición de una vivienda. Entre los diferentes grupos de factores que ejercen su influencia en el ahorro financiero familiar estarían los siguientes:

- El nivel y el crecimiento de los ingresos y la riqueza.
- El nivel impositivo y su estructura.
- El nivel de beneficios sociales ofrecidos por el Estado.
- La inflación y la rentabilidad real.
- Los productos financieros disponibles.
- Las operaciones y el marketing de las instituciones financieras.
- La estructura demográfica.
- La situación del mercado laboral.

De la observación de la Tabla 3.8, se pueden destacar algunas características relevantes en relación con la estructura y evolución de los activos financieros de las familias:

- Disminuye el peso de los activos financieros tradicionales como son los depósitos bancarios a la vista y a plazo, aunque siguen representando un importante porcentaje del ahorro familiar.

⁵⁷ Uno de los productos estrella de este segmento son las SIMCAV (acrónimo de Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable) y SICAV (acrónimo de Sociedad de Inversión Variable de Capital Variable, domiciliada en Luxemburgo). Esta última denominación fue finalmente adoptada por el legislador español a partir del 2003 (Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

⁵⁸ Con esta denominación se identifica a los préstamos financieros por importes bajos (generalmente no superiores a 6.000 euros), requisitos mínimos para su contratación, con periodos de amortización hasta cinco años y con tipos de interés altos, que pueden triplicar los habituales de un préstamo bancario tradicional.

⁵⁹ En la actualidad, sobre el patrimonio familiar la vivienda propia supera el 80% del total y apenas el 20% está formado por inversiones financieras.

Tabla 3.8. Evolución de la composición del patrimonio financiero de las familias (%)⁽¹⁾.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Efectivo y depósitos	71,01	66,14	63,93	64,64	64,09	65,23	64,77	62,80	61,50	60,21	50,56	46,27
Valores de renta fija	9,19	11,22	8,92	7,34	8,11	7,68	6,57	6,29	4,33	3,95	3,09	2,46
Acciones y participaciones	13,38	15,50	19,05	17,23	16,01	13,86	11,12	9,60	9,42	9,10	21,03	22,18
Fondos de inversión	0,39	0,96	1,00	1,46	1,44	1,77	5,60	8,59	12,43	12,73	10,20	14,10
Fondos de pensiones	1,01	1,57	2,02	2,91	3,25	3,79	4,10	4,09	4,34	4,10	4,46	4,75
Seguros	1,30	1,58	2,00	3,27	3,62	4,43	5,20	5,99	6,22	7,50	5,54	5,99
Otros activos	3,72	3,03	3,08	3,15	3,47	3,23	2,64	2,64	1,77	2,40	5,13	4,25
Activos financieros total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Efectivo y depósitos	39,25	35,84	36,52	39,71	40,36	42,31	39,19	38,98	37,57	36,87	38,12	
Valores de renta fija	2,10	2,51	2,37	2,54	2,27	2,52	2,97	2,27	2,11	2,26	2,49	
Acciones y participaciones	25,99	28,61	29,23	26,63	26,97	24,13	27,48	28,10	30,03	32,46	32,19	
Fondos de inversión	17,34	18,84	16,71	13,70	12,83	11,99	12,26	12,45	12,49	11,29	10,22	
Fondos de pensiones	4,73	4,94	5,11	5,80	5,93	6,16	6,07	6,18	6,23	5,98	5,99	
Seguros	6,15	6,21	6,91	8,01	8,60	9,49	8,92	8,80	8,39	7,73	7,60	
Otros activos	4,44	3,05	3,14	3,61	3,04	3,40	3,11	3,23	3,18	3,41	3,40	
Activos financieros total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	

⁽¹⁾ Incluye las instituciones privadas sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Fuente: Banco de España. Cuentas Financieras de la Economía Española.

- Escasa relevancia de la renta fija en la estructura del ahorro financiero (valores a corto plazo y obligaciones).
- Incremento del peso relativo de las acciones como inversión directa de las familias⁶⁰.
- Fuerte incremento de la inversión colectiva a través de fondos de inversión y productos de previsión —fondos de pensiones y seguros—. Los últimos años han estado marcados por una creciente institucionalización de la inversión financiera, fundamentalmente bajo el impulso de los fondos de inversión mobiliaria. Este instrumento no sólo ha propiciado una captación de ahorro nuevo, sino el desplazamiento del procedente de depósitos de ahorro y a plazo y de la adquisición directa de activos públicos.

Los cambios experimentados en la composición de los activos financieros de las familias son muy significativos:

- En el inicio del periodo considerado la suma del efectivo y los depósitos bancarios junto con la tenencia directa de valores de renta fija representaba el 80% de los activos financieros totales de las familias. El peso de este grupo de productos había descendido a poco más de la mitad (41%) en 2007⁶¹.
- Las acciones y otras participaciones⁶² experimentan un gran crecimiento (del 13,4% al 32,2%).
- Las participaciones en fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros son los productos que tuvieron un desarrollo más espectacular. Pasan de representar un 2,7% en 1985 a un 23,8% en 2007, aún cuando en los últimos años se ha quebrado ligeramente esta tendencia, especialmente por lo que respecta a los Fondos de Inversión que de posiciones cercanas al 19% descendieron hasta el 10% en 2007, manteniéndose esa evolución negativa en 2008.
- La nueva Ley del IRPF, en vigor desde el 1-1-07, promueve el principio de neutralidad impositiva para todos los productos de ahorro unificando en el 18% su tipo impositivo, lo que también está provocando cambios en la composición del patrimonio financiero familiar, afectando negativamente a los productos de previsión (planes de pensiones y seguros) y a los fondos de inversión, ganando atractivo los depósitos bancarios de ahorro y plazo⁶³.

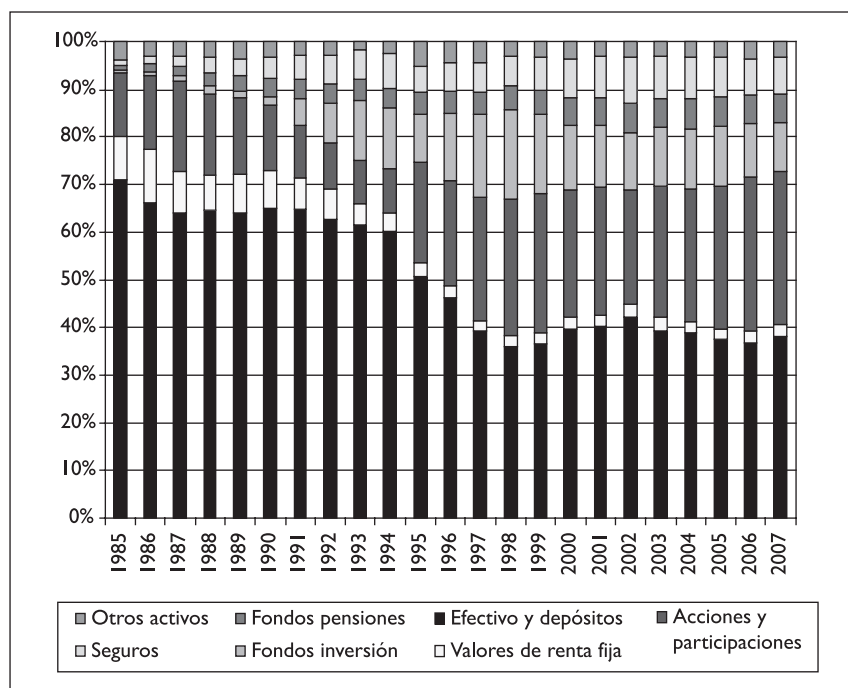
⁶⁰ La inversión directa en acciones por parte del inversor español se ha visto potenciada por la privatización de empresas públicas, así como por las numerosas OPV's de empresas privadas, habiendo sido colocadas las correspondientes acciones de forma significativa en el tramo minorista, contribuyendo a incrementar el peso de la renta variable en la composición del patrimonio financiero de las familias.

⁶¹ Indirectamente, a través de fondos de inversión, los hogares siguen manteniendo inversiones significativas en títulos de renta fija. Un análisis de esta composición puede verse en Maza y Sanchis (2003).

⁶² Se incluyen en "otras participaciones" las formadas por el capital de las empresas que no revisten la forma de sociedades anónimas.

⁶³ A partir del segundo semestre de 2007, la falta de liquidez del sector bancario ha intensificado la competencia por la captación de depósitos, que mejoran su rentabilidad superando en ocasiones el tipo "Euríbor" lo que, junto con su despenalización fiscal, contribuye a incrementar de nuevo el peso de los depósitos tradicionales en la composición del patrimonio financiero familiar.

Gráfico 3.2. Estructura del patrimonio financiero familiar.



3.2.8. Etapas en el proceso de creación de productos financieros

Los intermediarios financieros, fundamentalmente bancos y cajas de ahorro, asumieron el papel más activo, junto con el Estado, en la creación de nuevos productos financieros. Las motivaciones de unos y otros son evidentemente distintas. Para el Estado, es la necesidad de financiar unos déficits públicos crecientes. En el caso de las entidades de crédito, la causa ha sido doble: en un primer momento, con un sistema bancario totalmente regulado, las innovaciones estaban orientadas a eludir las restricciones y atraer al cliente por la vía de la rentabilidad fiscal. Posteriormente, la progresiva desregulación de nuestro sistema financiero colocaba a las entidades en un nuevo contexto, donde la competencia en régimen de libertad les ha impulsado a la elaboración de nuevas estrategias, en lo que a creación de nuevos instrumentos se refiere (Oliver, 1996, pág. 227).

En los últimos veinte años (1986-2006) se pueden identificar cinco etapas en el proceso de innovación, introducción y popularización de productos financieros dirigidos al mercado de particulares, mostrando cada una de sus propias características diferenciadoras:

1. 1986-1989: El déficit público, la inflación y los activos opacos.
2. 1990-1993: El inicio de la competencia bancaria.
3. 1994-1997: La consolidación de los fondos de inversión.
4. 1998-2001: La crisis de los mercados financieros.
5. 2002-2006: El *boom* hipotecario.

Para cada una de las etapas identificadas, se va a hacer mención de aquellos instrumentos financieros más relevantes, tanto porque fueron fruto de una innovación, como el nuevo trato dado a los ya existentes, donde las instituciones financieras contribuyeron a su popularización mediante una oferta muy “agresiva” dirigida a las economías domésticas⁶⁴.

3.2.8.1. Primera etapa: 1986-1989

(El déficit público, la inflación y los activos opacos)

El objetivo de elusión del ordenamiento fiscal para evitar el pago de impuestos ha estado presente en la aparición de algunos productos financieros. También este motivo ha permitido el éxito, en algunos casos, de determinados instrumentos y el rotundo fracaso en otros. Muchos activos financieros han desaparecido casi del mercado siendo sustituidos por otros, simplemente porque la demanda se ha desplazado hacia productos que permitían esquivar la normativa fiscal (Oliver, 1996, pág. 116).

La entrada en vigor de la Ley 14/1985, de 20 de mayo, sobre Régimen Fiscal de determinados activos financieros⁶⁵, que somete a control a un grupo de instrumentos unidos por la posibilidad de ocultación fiscal al no estar sometidos a retención a cuenta, produjo en un primer momento una fuerte reducción en las emisiones de pagarés, letras bancarias y cédulas hipotecarias y el auge de los Pagarés del Tesoro que, aunque penalizados en su rentabilidad, gozaban de opacidad fiscal⁶⁶.

Otros instrumentos opacos (Pagarés forales⁶⁷ y Activos Financieros con Retención en Origen —AFRO—) o presumiblemente opacos —Seguros de capital diferido con “prima única” o las Cesiones de Créditos⁶⁸— fueron igualmente utilizados como canales de ocultación fiscal, pero tuvieron una vida efímera, condicionada a los cambios en las normas tributarias.

El empleo de instrumentos negociables —titulización— constituye una de las transformaciones más importantes que tiene lugar en nuestro sistema financiero⁶⁹. El elevado déficit público exigió el incremento de las emisiones de Deuda Pública por parte del Estado —Letras del Tesoro⁷⁰, Bonos y Obligaciones del Estado—, mientras que los altos niveles de

⁶⁴ “La innovación financiera en nuestro país, analizada desde la óptica de la aparición de nuevos instrumentos, tenía como primer motor el lado de la oferta. Es decir, han sido los agentes económicos, con necesidades de financiación, los encargados de crear el producto. La demanda, materializada en la figura del ahorrador, no tomaba iniciativas relevantes en este terreno. Su papel se reducía a la elección dentro de un abanico cada vez más diversificado de instrumentos financieros” (Oliver, 1996, pág. 204).

⁶⁵ Desarrollada por el R.D. 2.027/1985, de 23 de octubre.

⁶⁶ La posibilidad de ocultación fiscal ha sido propiciada por los vacíos legislativos y promovida, principalmente, por las entidades financieras (bancos y cajas de ahorros) como medio de captación de pasivo. Sus departamentos de inversiones, conocedores de dichos vacíos, encontraron un buen incentivo para atraer el ahorro privado (Oliver, 1996, pág. 149).

⁶⁷ Con las mismas características de los Pagarés del Tesoro, eran emitidos por las Diputaciones Forales del País Vasco.

⁶⁸ Operación realizada por las entidades bancarias por medio de la cual el banco cede el derecho de crédito que tiene frente a un deudor a un tercero, ya sea conservando el riesgo (participación) o transmitiéndolo al adquirente (transferencia).

⁶⁹ La conversión de créditos bancarios en instrumentos negociables es un paso más en el proceso de titulización, que regula la Ley de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliarias y Fondos de Titulización Hipotecaria, que entra en vigor en 1992.

⁷⁰ Emitidas al descuento por medio de subastas, constituyen el instrumento básico de financiación a corto plazo del Estado. Fueron creadas por O.M. de 11-06-87.

inflación propiciaron su colocación a través de *repos*⁷¹ y la realización de emisiones a tipos variables, tanto Obligaciones del Estado como Bonos Bancarios y Obligaciones de Empresas no Financieras. Por otra parte, utilizando como soporte activos del sector público, las entidades bancarias comercializan “cuentas financieras” a través de las cuales ceden a sus titulares parte de la rentabilidad de los títulos a cambio de facilitar liquidez inmediata a los saldos mantenidos.

Con base en la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva⁷², en 1985 se crean los primeros Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM)⁷³, que fueron los principales protagonistas de la inversión colectiva en los años siguientes. Tras la liberalización total de los tipos de interés en los depósitos bancarios⁷⁴ se genera una oferta selectiva por parte del sector bancario de “cuentas corrientes de alta remuneración”.

Bajo el soporte de fondos de inversión o seguros de vida, se inicia la comercialización de los denominados “planes de jubilación” que consisten en un plan de ahorro sistemático como precedente de los “planes de pensiones”. Estos últimos ven la luz en diciembre de 1988 al entrar en vigor el reglamento que desarrolla la Ley de Planes y Fondos de Pensiones.

Otra fuente de financiación bancaria fueron las emisiones de bonos con *warrants*, bonos convertibles y “obligaciones subordinadas”⁷⁵. Por su parte, las empresas eléctricas y las concesionarias de autopistas de peaje son autorizadas a emitir “obligaciones bonificadas” con ventajas fiscales.

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 1986-1989

- Pagarés bancarios y efectos de propia financiación (Letras bancarias).

Las emisiones de Pagarés y Efectos bancarios de propia financiación, mejoraban las prestaciones de las Imposiciones a Plazo Fijo por su facilidad para ocultar los rendimientos obtenidos ante las autoridades fiscales, al ser emitidos al descuento y no estar sujetos a retención. En un principio las operaciones se documentaron a través de Letras de Cambio y en una segunda fase se generalizaron las emisiones de Pagarés al resultar más rentables por tratarse de un documento no reintegrado. Tuvieron mucho éxito hasta 1985, en que fueron sometidos a control tributario por la Ley sobre régimen fiscal de determinados instrumentos financieros.

- Pagarés de empresa.

El éxito de este instrumento financiero, que conceptualmente financia necesidades de circulante de sus emisores, fue facilitado gracias a la intervención de las entidades bancarias que los colocaron entre sus clientes. Además de su rentabilidad directa, su principal atractivo residió en su opacidad fiscal hasta 1985 aunque siguieron manteniendo una mayor rentabilidad que los opacos Pagarés del Tesoro, lo que mantuvo su demanda hasta 1987, cuando fueron desplazados del mercado por las Letras del Tesoro, su principal competidor.

Continúa

⁷¹ Cesión temporal de activos con pacto de recompra.

⁷² Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

⁷³ El primer FIAMM fue registrado en diciembre de 1985 por FIBANC con el nombre de Fondiner, al que se dotó con talonario de cheques para facilitar las disposiciones del partícipe, convirtiéndose en una ventajosa alternativa a las cuentas corrientes bancarias.

⁷⁴ Orden Ministerial de 3 de marzo de 1987.

⁷⁵ Emitidas con objeto de reforzar el coeficiente de recursos propios exigido a las entidades bancarias.

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 1986-1989

- **Títulos hipotecarios.**

Regulados por la Ley del Mercado Hipotecario de 1981, sus emisiones permitieron la movilización de los créditos hipotecarios a través de tres modalidades: cédulas, bonos y participaciones hipotecarias. Mientras las cédulas estaban garantizadas por la totalidad de los créditos hipotecarios de su entidad emisora, los bonos tienen como garantía los préstamos que se asignan específicamente en su emisión y las participaciones representan cesiones de determinados créditos hipotecarios.

- **Certificados de depósito.**

Esta modalidad de depósito bancario a plazo fijo, tenía la ventaja de una mayor liquidez al tener la facultad de ser transmisible a través del endoso. Su expansión se frenó a partir de 1983, por la competencia generada por los Pagarés del Tesoro.

- **Operaciones de seguro de “prima única”.**

La entrada en vigor de la Ley sobre el régimen fiscal de determinados activos financieros impulsó el desarrollo de estas operaciones, cuyo vencimiento se establecía generalmente a un plazo superior a cinco años al objeto de no incurrir en penalización en el caso de que las rentas obtenidas no fueran declaradas a las autoridades fiscales.

- **Cesiones de crédito.**

Un producto que ha tenido un amplio eco en la sociedad española son las “cesiones de crédito” realizadas por los grandes bancos y cajas españolas —El Banco Santander y la Caixa son los mejores ejemplos— entre 1986 y 1989, años de bonanza económica y de algunas lagunas fiscales. El hecho de no tener que informar a Hacienda ni de realizar retenciones de impuestos en los primeros momentos, se convirtió en la clave del éxito de las cesiones: permitía a las entidades financieras trasladar al inversor la prerrogativa de no efectuar retenciones a cuenta en el impuesto sobre la renta, por los intereses que se cobran en los préstamos. Los rendimientos de capital mobiliario satisfechos por las entidades financieras a terceros como consecuencia de la transmisión, cesión o transferencia, total o parcial, de créditos, pasaron a ser objetos de retención a cuenta del IRPF o del IS con el R.D. Ley 5/1989, de 7 de julio. Así, estos activos dejaron de ser productos refugio de la ocultación fiscal (Oliver, 1996, pág. 151).

- **Cuentas financieras.**

Los saldos mantenidos en estas cuentas eran invertidos preferentemente en títulos de Deuda Pública, a los que la entidad bancaria otorgaba liquidez inmediata a cambio de quedarse con un margen sobre la rentabilidad total proporcionada por los activos utilizados como soporte.

- **Cuentas de Ahorro del Emigrante.**

Fueron creadas en 1970 para canalizar las remesas de los emigrantes de nacionalidad española, en tanto residan y realicen su trabajo en el extranjero, pudiendo realizarse los reintegros en pesetas normales o bien en divisas y pesetas convertibles. Sus intereses estaban exentos del gravamen sobre las rentas del capital establecido en 1975.

- **Cuentas de Ahorro-Vivienda.**

Creadas inicialmente en 1966 con la finalidad de facilitar a los ahorradores el acceso a la propia vivienda, sufrió sucesivas modificaciones que permitieron a sus titulares deducir de la cuota del IRPF las cantidades ingresadas durante el año, en la cuantía y condiciones fijadas por la Ley en cada momento.

- **Pagarés del Tesoro.**

Creados en 1981 (R.D. 1.849/1981, de 20 de agosto), en un principio su adquisición estaba limitada a los intermediarios financieros. A partir de 1982 la posibilidad de ser suscriptor se amplía a cualquier persona física o jurídica, constituyendo una inversión alternativa a los depósitos bancarios. Mantuvieron su opacidad fiscal al no verse afectados por la Ley 14/1985 de 29 de mayo, sobre el Régimen fiscal de determinados activos financieros, y, a pesar de que disminuyeron sensiblemente su rentabilidad a partir de 1986, experimentaron una fuerte expansión hasta 1991, año en que se permitió su canje por la denominada “Deuda Pública especial” con vencimiento a seis años y con un rendimiento neto del 2% anual, desapareciendo para el público el 1-1-1992. Desde entonces tuvieron como único destino las carteras de las entidades de crédito para cubrir coeficientes de inversión obligatoria.

Continúa

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 1986-1989

- **Pagarés forales.**

Emitidos por las Diputaciones Forales del País Vasco y Navarra, tenían similares características que los Pagarés del Tesoro, entrando en competencia con éstos para la captación de recursos.

- **Activos Financieros con Retención en el Origen (AFRO).**

Al igual que los pagarés del Tesoro y los pagarés forales, fueron los únicos activos que gozaron de opacidad fiscal desde la entrada en vigor de la Ley de Fiscalidad de determinados activos financieros de 1985, penalizados con una fuerte retención fiscal pagada de forma anticipada por el titular en el momento de la emisión sobre la rentabilidad implícita ya que se emitían al descuento.

- **Letras del Tesoro.**

Fueron creadas en 1987 a través de la O.M. de 11 de junio, como instrumento regulador de los mercados monetarios y para atender las necesidades de financiación del Estado, al igual que los Pagarés del Tesoro, pero a diferencia de éstos no gozaban de opacidad fiscal, no estaban sujetas a retención y tenían una rentabilidad muy atractiva, permitiéndoles competir con ventaja con otras emisiones de renta fija.

- **Cesiones temporales de activos (repo).**

La cesión de activos con pacto de reposición se practicaron generalmente sobre títulos de Deuda Pública. La entidad financiera se quedaba con un diferencial de rentabilidad mientras que el cliente podía pactar el precio y el momento del reembolso, antes de la fecha del vencimiento del activo.

- **Planes de jubilación.**

Suelen instrumentarse a través de un seguro de vida de capital diferido, que mediante el pago de unas primas periódicas hasta el vencimiento pactado, permite obtener un capital garantizado más los rendimientos financieros acumulados a la póliza. Existe la posibilidad de cancelar anticipadamente el contrato —rescate— percibiendo el asegurado el capital establecido en la póliza para este supuesto.

- **Obligaciones “bonificadas”.**

En determinados casos sus emisiones fueron autorizadas a compañías eléctricas y a las concesionarias de autopistas, gozando de una bonificación del 95% sobre las retenciones sobre el antiguo impuesto de las Rentas del Capital, lo que hacía su rentabilidad financiero-fiscal muy atractiva, especialmente para los contribuyentes de ingresos elevados.

- **Emisión de títulos de renta fija a tipos variables.**

- **Obligaciones subordinadas.**

Sus emisiones son computables en el coeficiente de recursos propios de las entidades de crédito, por lo que en la prelación de créditos se sitúan detrás de los acreedores ordinarios.

- **Bonos con *warrants*.**

El *warrant* que llevan incorporado da normalmente derecho a la adquisición de acciones de la entidad emisora a un precio y en un periodo previamente establecido. El *warrant* se separa del bono u obligación y se puede negociar aparte.

- **Bonos convertibles.**

Su titular puede canjearlos por acciones del emisor, en fecha y a precios fijados previamente.

- **Planes de pensiones.**

Surgen en 1988 siendo su objetivo la concesión de prestaciones económicas como complemento de las coberturas de la Seguridad Social. Una de sus modalidades —planes del sistema individual— son promovidos por entidades financieras y comercializados entre sus clientes.

- **Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM).**

Los primeros FIAMM se crean en diciembre de 1985 al amparo de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva de 1984.

- **Liberalización total de los tipos de interés de los depósitos bancarios (1987).**

- **Oferta selectiva de cuentas corrientes de alta remuneración.**

3.2.8.2. Segunda etapa: 1990-1993 (El inicio de la competencia bancaria)

En este periodo se genera una fuerte competencia bancaria por la captación de recursos. El año 1990 es el de las “cuentas corrientes de alta remuneración” (supercuentas), cuya comercialización con fuerte apoyo publicitario había iniciado el Banco Santander en septiembre de 1989. Las “cuentas de ahorro” se incorporan posteriormente a la alta remuneración en los depósitos a la vista. Se comercializa en solitario “El libretón” por parte del BBV a partir de abril de 1990 incorporando sorteos y regalos⁷⁶.

Los grandes volúmenes de emisiones de Deuda del Estado que exigía el elevado déficit público encontraban dificultades para su colocación en el mercado debido a las reticencias del sector bancario, porque estos títulos competían con sus depósitos tradicionales. El Tesoro Público decidió utilizar los fondos de inversión para potenciar la colocación de sus emisiones, a través de una marca propia a la que denominó Fondtesoro cuyo lanzamiento tuvo lugar en octubre 1990 con el apoyo de una campaña publicitaria que tuvo mucho impacto⁷⁷.

Para evitar el *recalentamiento* económico, la autoridad monetaria limita durante dos años el crecimiento del crédito bancario, lo que provoca un nuevo auge en las emisiones de pagarés de empresa como una alternativa a la financiación bancaria.

A partir de septiembre de 1991 la competencia por la captación de recursos se desplaza desde las cuentas de alta remuneración a los fondos de inversión. Tras el esfuerzo publicitario llevado a cabo por el Tesoro Público que facilitó el conocimiento de los fondos a los pequeños inversores y allanó el camino para su popularización, los bancos se vieron obligados a comercializarlos a pesar de la *canibalización* que iban a producir en sus depósitos tradicionales. Apoyado por una agresiva campaña publicitaria, el proceso de comercialización masiva lo inicia el Banco Bilbao Vizcaya, siendo inmediatamente secundado por el resto de los grandes bancos.

Desaparecen para el público los Pagarés del Tesoro a los que se les da la opción de ser canjeados por una emisión de Deuda Pública Especial con vencimiento a seis años, que también gozaba de opacidad fiscal hasta su amortización. Desaparecen igualmente los Pagarés forales y los AFRO.

⁷⁶ Este producto, principalmente dirigido a los segmentos de rentas bajas (clientes tipo de las cajas de ahorros) fue ofertado en solitario por el BBV durante casi tres años. El éxito obtenido, incluso entre segmentos de rentas más altas, estimuló la oferta de productos similares por parte de la competencia.

⁷⁷ “Uno de los grandes problemas que planteaba el mercado de Deuda Pública a principios de los 90 era la atonía de su demanda a largo plazo derivada, en general, de la propia debilidad de nuestro sistema financiero y, en particular, de la estrechez de la inversión institucional, debido al escaso desarrollo tanto de los fondos de inversión como de los planes y fondos de pensiones. Ante esta situación, el Estado llevó a cabo una política activa y eficaz tendente a incentivar la demanda institucional. De las diferentes alternativas de inversión institucional, los fondos de inversión eran el único camino adecuado para incentivarla, ya que los planes y fondos de pensiones quedaban muy lejos de la acción del Tesoro. Las dos iniciativas adoptadas fueron, por un lado, la instrumentación de la Deuda Pública en anotaciones contables y, por otro, la creación de fondos de inversión que invierten exclusivamente en Deuda del Estado: los fondtesoros” (Casas Jurado, 2003, pág. 263).

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 1990-1993

- Nuevo auge de los pagarés de empresa.

Las emisiones que se habían reducido como consecuencia del control tributario establecido por la Ley de fiscalidad de determinados activos financieros de 1985, de nuevo vuelven a estimularse en 1990 como financiación alternativa a las restricciones del crédito bancario.

- Consolidación y popularización de las Letras del Tesoro.

La demanda de estos títulos para la cartera de los fondos de inversión ha sido uno de los principales factores que estimularon el crecimiento de sus emisiones.

- Bonos y Obligaciones del Estado.

Ambos son títulos representativos de la Deuda Pública. Las obligaciones tienen un plazo de vencimiento más largo que el de los bonos, empezando a emitirse estos últimos en 1982.

- Desaparición de los Pagarés del Tesoro para el público.

- Desaparición de los Pagarés Forales.

- Desaparición de los Activos Financieros con Retención en el Origen (AFRO).

- Creación de los Fondos de Inversión (fondos de inversión en activos del sector público).

- Comercialización masiva de Fondos de Inversión de carácter financiero.

- Cuentas corrientes de alta remuneración (supercuentas).

- Cuentas de ahorro de alta remuneración (superlibretas).

- Hipotecas a tipo fijo (guerra del crédito).

- Las Letras del Tesoro cotizan en la Bolsa de Valores.

- Creación de la Deuda Pública Especial.

- Los españoles pueden abrir cuentas en divisas en bancos localizados en territorio nacional.

- Ocaso de los seguros de “prima única”.

- Reducción de las cesiones de crédito.

- Se inicia la titulización de activos.

- Fondos de inversión con soporte en cuenta corriente o libreta de ahorros.

- Expansión de la bancaseguros (bancassurance).

La bancaseguros constituye un elemento clave en la estrategia de muchas entidades financieras, entre otras razones, por la necesidad de hacer un mejor uso de su costosa red de sucursales. Por otra parte, la información privilegiada que tienen de sus clientes permite conocer su comportamiento y hábitos de compra, lo que facilita la venta de productos de seguros que presentan ciertas similitudes con los derivados de la actividad bancaria tradicional.

3.2.8.3. Tercera etapa: 1994-1997

(La consolidación de los fondos de inversión)

En el año 1994 un repunte en los tipos de interés da lugar a un cambio de tendencia en el crecimiento patrimonial de los Fondos de Inversión Mobiliaria de Renta Fija. Se producen desinversiones al disminuir los valores liquidativos de las participaciones, que en un principio son canalizadas por la banca hacia depósitos a largo plazo con interés creciente y posteriormente (1995) hacia Fondos de Inversión Garantizados que tuvieron gran éxito.

La expansión de los fondos de inversión de carácter financiero fue un hecho sin precedentes en el Sistema Financiero Español cuya evolución se recoge en la Tabla 3.10 dentro de la parte dedicada específicamente a los fondos de inversión de carácter financiero.

Tras un largo periodo caracterizado por el desconocimiento del producto (1966/1982) y una lenta y desigual evolución, entre los años 1983-1990 se produce un desarrollo sostenido y en los dos años siguientes un excepcional crecimiento que se explica por un conjunto de factores: unos de carácter legislativo y otros comerciales, como las campañas publicitarias iniciadas en octubre de 1990 por el Tesoro Público y la protagonizada por el sector bancario a partir de septiembre de 1991.

A un periodo de estancamiento iniciado en junio de 1994 le sigue otro de consolidación entre los años 1996 y 1999. La mayor crisis de esta industria se produce entre los años 2000-2002 como consecuencia de la volatilidad de los mercados financieros, pasando a una fase de madurez a partir del año 2003. De nuevo van a ser los condicionantes fiscales los que van a afectar al desarrollo de esta industria y así, desde el inicio del año 2007 se observa una reducción en el patrimonio, al perder el producto parte de sus ventajas fiscales con la entrada en vigor de una nueva Ley del IRPF (Ley 35/2006), disminución patrimonial que se agudiza a partir del segundo semestre del 2007 a consecuencia de la crisis de los mercados financieros y la falta de liquidez bancaria.

En 1995 se crean los primeros Fondos de Inversión Inmobiliaria⁷⁸ que se comercializan sin apoyo publicitario y tuvieron escaso éxito, aunque en los últimos años (a partir de 2002) los incrementos ha sido notables.

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 1994-1997

- Depósitos a plazo fijo con interés creciente.
- Fondos de inversión garantizados de renta fija.
- Fuerte competencia en la oferta de préstamos hipotecarios.
- Competencia en la captación de préstamos al consumo.
- Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Son instituciones de inversión colectiva de carácter no financiero, abierto e indefinido, que invierten mayoritariamente en inmuebles que explotan en régimen de arrendamiento. Su rentabilidad proviene de los ingresos por el arrendamiento de los inmuebles, la revalorización anual de los mismos y los ingresos financieros de la cartera de valores.

- Emisión de Letras del Tesoro a 18 meses.
- Emisión de *strips* de Deuda Pública a partir de los bonos segregables.
Los cupones de un título cupón cero se negocian de forma separada como si se trataran de títulos en sí mismos.
- Primera emisión de Deuda del Estado en Euros.
- Los bancos gestionan más dinero en fondos de inversión que en depósitos a plazo fijo.
- Entra en vigor la Ley de Ordenación y Supervisión de Seguros Privados.
- Se intensifica el proceso de privatización de empresas públicas.
- Segmentación de clientes por parte del sector bancario.

⁷⁸ La nueva Ley de Arrendamientos Urbanos (LAU) que entró en vigor el 1-1-95, facilitó su creación.

3.2.8.4. Cuarta etapa: 1998-2001

(La crisis de los mercados financieros)

La fuerte y progresiva reducción experimentada por los tipos de interés modifica las estrategias en la política de captación de recursos por parte del sector bancario. Se produce el ocaso de las cuentas corrientes de alta remuneración y las cuentas de ahorro sustituyen el pago de intereses por remuneraciones en especie (sorteos y regalos) que también son utilizadas, en algunos casos, en los depósitos a plazo fijo. La reducción de los tipos de interés también afecta a la estructura de los Fondos de Inversión Garantizados que sustituyen la rentabilidad directa por la asociada a determinados índices bursátiles que se toman como referencia.

Los bajos tipos de interés a corto plazo reducen el atractivo de los FIAMM, que inician un retroceso patrimonial, mientras que el de los FIM mantiene una evolución favorable y el buen clima bursátil favorece la demanda de productos más arriesgados, ganando peso en las inversiones de los fondos de inversión la renta variable y la cartera exterior⁷⁹. La crisis de los mercados financieros frena el crecimiento patrimonial de los fondos de inversión a partir de 1999, iniciándose un paulatino retroceso patrimonial hasta el año 2003. Este descenso está más afectado por la desfavorable evolución de los mercados financieros⁸⁰ que por el volumen de reembolsos, relativamente escasos.

Al no contemplar la legislación española los fondos paraguas⁸¹ se inicia por parte de la banca extranjera y algunas segundas marcas de bancos españoles la comercialización de seguros de vida asociados a fondos de inversión (*unit linked*)⁸², que facilitan el cambio de inversión sin repercusión fiscal. Posteriormente (1999-2000), los grandes bancos españoles incorporan los *unit linked* a su oferta de productos de ahorro-inversión.

Los nuevos cambios fiscales (reducen las diferencias entre el tratamiento de las ganancias patrimoniales y los rendimientos del capital mobiliario) así como la ruptura en la tendencia alcista de la Bolsa y la caída en la rentabilidad de la Deuda Pública impulsan de nuevo el crecimiento de los depósitos bancarios tradicionales, comercializándose depósitos bancarios a plazo superior a dos años para aprovechar sus mayores ventajas fiscales (*depósitos fiscales*)⁸³.

⁷⁹ Los descensos en los tipos de interés tienen un doble efecto positivo sobre la renta variable. Por un lado, se abarata el coste financiero de las empresas, favoreciendo, por lo tanto, sus resultados; y por otro, disminuye la rentabilidad ofrecida por los activos de renta fija, produciéndose un efecto sustitución (Bolsa de Madrid, 2000, pág. 216).

⁸⁰ El cambio que se había venido produciendo en la estructura de los fondos de inversión hacia un mayor peso relativo de la renta variable contribuyó a que las pérdidas patrimoniales fueran más significativas.

⁸¹ Ofrecen la posibilidad de cambiar la asignación de activos entre varios subfondos, sin incurrir en costes fiscales.

⁸² Seguros de vida en el que el tomador (inversor) decide los activos en los que desea que se inviertan las provisiones matemáticas de su seguro dentro de aquellos activos (fondos u otros instrumentos) que le son ofrecidos por la entidad aseguradora. La entidad de seguros no asume el riesgo de la inversión, que es soportado por el tomador, ni tiene que garantizar un interés técnico mínimo.

⁸³ Se aplica una reducción del 40% sobre el rendimiento obtenido, si éste se percibe de una sola vez y a un plazo superior a dos años. Esta ventaja fue eliminada por la nueva ley del IRPF que entró en vigor el 1 de enero de 2007.

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 1998-2001

- Ocaso de las cuentas de alta remuneración.
- Remuneración en especie en las cuentas y depósitos bancarios.
- Oferta generalizada de fondos de inversión garantizados de renta variable.
- Variada tipología de fondos de inversión.
- *Unit linked*.
- Depósitos fiscales.
- Expansión de la banca privada.
- Desarrollo de las SIMCAV (SICAV a partir de 2004).
- Depósitos bancarios con rentabilidad asociada a la evolución bursátil.
- Generalización de hipotecas a tipo variable.

En este periodo se produce un fuerte impulso de la banca especializada dirigida al segmento de particulares que disponen de rentas/patrimonios elevados (banca privada) utilizando como producto estrella la creación de instituciones de inversión colectiva de estructura cerrada a través de SIMCAV (Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable), denominación que, siguiendo la terminología europea, fue sustituida por la de SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable) a partir de la entrada en vigor de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

El mantenimiento de los tipos de interés en cotas muy bajas estimula la demanda de préstamos, fundamentalmente hipotecarios para la adquisición de viviendas, impulsando el endeudamiento familiar que se triplica entre 1999 y 2007.

**3.2.8.5. Quinta etapa: 2002-2006
(El boom hipotecario)**

Apoyados con fuertes campañas publicitarias, los productos que tienen mayor desarrollo en esta etapa son los fondos de inversión —bajo la modalidad de garantizados de renta variable— y los préstamos hipotecarios, cuyo saldo vivo se triplica en los últimos cinco años, causando una disminución del ahorro en las economías domésticas y un proceso de sobreendeudamiento entre el conjunto de los consumidores⁸⁴ (véase la Tabla 3.9).

Son también significativos los esfuerzos publicitarios realizados para la comercialización de productos bancarios a través de Internet, canal que gana cuota de mercado tanto en depósitos como en préstamos hipotecarios.

Al final del periodo considerado la banca española comienza a competir en el mercado de los créditos rápidos, que estaba hasta entonces

⁸⁴ Actualmente el préstamo hipotecario es la forma de financiación habitual para adquirir una vivienda por la mayor parte de los hogares españoles. Esto obedece a varias razones como es el aumento del poder adquisitivo medio de la población, la bajada de los tipos de interés, las facilidades dadas por los prestamistas inmersos en una fuerte competencia, la implantación de un modelo consumista en la sociedad y como inversión (facilitada por la incorporación del euro que trajo consigo el afloramiento de bolsas de dinero opaco).

monopolizado por entidades extranjeras. Otro producto comercializado a través de las redes bancarias es el *renting* de automoción, ofertado no sólo a las empresas sino también a los particulares⁸⁵.

A partir del 1-1-2003, se elimina el “peaje fiscal” que afectaba a los fondos de inversión lo que conlleva que se reduzca el atractivo de los *unit linked* cuya demanda se reduce sustancialmente. Aunque de forma más limitada, se realizan operaciones sobre futuros financieros, así como opciones sobre divisas, acciones y Deuda Pública.

A partir de 2004, el repunte de los tipos de interés trae como consecuencia el encarecimiento de los préstamos hipotecarios, amenazando su ritmo de crecimiento y el enfriamiento de la demanda inmobiliaria. Por otra parte, la entrada en vigor de una nueva Ley sobre el IRPF en 2007⁸⁶, que unifica la fiscalidad de todos los instrumentos financieros de ahorro, está potenciando de nuevo la constitución de depósitos bancarios a plazo fijo, cuyo peso se había reducido sensiblemente dentro del patrimonio financiero familiar, como se puede comprobar en la Tabla 3.8. Los problemas de liquidez del sector bancario a partir de la segunda mitad de 2007 que incrementaron la competencia por la captación de “pasivo” es otro factor que está contribuyendo a que los depósitos vuelvan a ganar parte del peso que habían perdido en la composición del patrimonio financiero familiar.

Principales instrumentos financieros implantados y/o desarrollados en el periodo 2002-2005

- Importante expansión de los préstamos hipotecarios.
- Generalización de ofertas a través de Internet.
- Introducción del *renting*.
- Oferta masiva de Fondos de Inversión Garantizados de renta variable.
- Nuevo reglamento de planes y fondos de pensiones.
- Entrada en vigor de la Ley Financiera.

Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

- Oferta de Planes de Previsión Asegurados (PPA).

Nueva modalidad de previsión que incorpora la Ley 46/2002. Son contratos de seguro (diferencia con los planes de pensiones) que garantizan el dinero aportado y una rentabilidad que permite alcanzar una suma para la jubilación y también capitales para el caso de fallecimiento e invalidez. Tienen el mismo régimen fiscal que los planes de pensiones, con reducción de las primas pagadas en la base imponible del IRPF.

- Emisión de participaciones o “acciones” preferentes.
- Depósitos estructurados.

Ofrecen generalmente una rentabilidad compuesta por una parte fija y otra variable tomando como referencia el comportamiento en la Bolsa de una empresa con cotización.

- Depósitos combinados.

Consisten en la venta conjunta de un depósito bancario con otro producto, generalmente participaciones en un fondo de inversión.

⁸⁵ El *leasing*, en sus distintas modalidades, ya estaba incorporado al catálogo de productos bancarios desde hace más de una década, si bien al concretarse su utilización en actividades comerciales o industriales, impedía su oferta al segmento de particulares, salvo en los casos de las actividades profesionales.

⁸⁶ Ley 35/2006, de 28 de noviembre.

Tabla 3.9. Endeudamiento familiar y crédito hipotecario (miles de millones de euros).

Años	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Endeudamiento familiar	295,9	342,2	378,3	431,6	503,7	592,7	701,3	836,1	912,4
Crédito hipotecario ⁽¹⁾	ND	250,7	297,2	354,3	430,9	531,6	709,7	884,0	1.010,1

⁽¹⁾ Saldos vivos en los balances de las Entidades de Crédito.

Fuente: Banco de España y Asociación Hipotecaria Española (AHE).

3.2.9. Conclusiones

- El Sistema Financiero Español ha experimentado profundas transformaciones en las dos últimas décadas que han afectado a sus elementos fundamentales (instituciones, mercados e instrumentos financieros).
- La fuerte competencia desarrollada entre las diferentes entidades del sector bancario, especialmente a partir del año 1989, propiciaron la innovación financiera en productos y servicios destinados al segmento de particulares.
- En España se integran simultáneamente un proceso de eliminación de reglas restrictivas de la actividad bancaria junto con la entrada en vigor de determinadas normas legales que dan cobertura jurídica a un conjunto de actividades específicas.
- La actuación del Tesoro Público contribuyó al proceso de innovación creando nuevos instrumentos que compitieron con los productos bancarios tradicionales.
- Los Departamentos de Marketing de las grandes entidades —creados a comienzos de la década de los ochenta— fueron especialmente activos en los años noventa con el diseño y comercialización de nuevos productos, apoyados en políticas de promoción y de distribución multicanal.
- El catálogo de servicios y productos de las entidades bancarias se fue diversificando y ampliando en el transcurso de los años, participando en el proceso de “desintermediación” financiera al incorporar y comercializar productos “fuera de balance” generadores de comisiones recurrentes.
- Al no poderse patentar los productos financieros, las entidades del sector promovieron una “política de marcas” aunque con resultados poco satisfactorios. Posteriormente se dirigieron los esfuerzos hacia “programas de calidad” en todas sus actividades como factores diferenciadores, que permitieran una mayor fidelización de sus clientes.
- La composición del patrimonio financiero familiar ha experimentado profundas transformaciones en las dos últimas décadas, ganando peso los productos de inversión colectiva, los de previsión y la tenencia directa de acciones, mientras que disminuye el de los depósitos bancarios, aunque en 2007 y 2008 la tendencia parece invertirse y se reduce el peso de los fondos de inversión en beneficio de los depósitos bancarios tradicionales.

- Este cambio obedece a la confluencia de un conjunto de factores entre los cuales destacan la normativa fiscal y los esfuerzos comercializados realizados por las instituciones financieras.
- El papel más activo en la creación de los nuevos productos financieros fue protagonizado por el sector bancario y el Tesoro Público.
- Los bancos crean productos como consecuencia de la liberalización del propio sistema que fomenta la competencia entre las distintas entidades mientras que el Tesoro crea productos con el objetivo de financiar el déficit público.
- En los últimos veinte años pueden identificarse cinco etapas en el proceso de innovación, introducción y popularización de productos financieros dirigidos al mercado de particulares.

Periodo	Características
1986-1989	El déficit público, la inflación y los activos opacos.
1990-1993	El inicio de la competencia bancaria.
1994-1997	La consolidación de los fondos de inversión.
1998-2001	La crisis de los mercados financieros.
2002-2006	El <i>boom</i> hipotecario.

- Inicialmente, la mayor parte de los nuevos productos que se crean tratan de eludir el pago de impuestos. Más tarde, la mayor competencia bancaria fue el factor desencadenante del lanzamiento de productos financieros, entre los que cabe destacar los fondos de inversión, protagonistas principales de la captación del ahorro a partir del año 1991.
- En la segunda mitad de la década de los noventa cobran especial protagonismo los productos de financiación, especialmente los préstamos hipotecarios.

3.3. Los fondos de inversión de carácter financiero

La industria de los fondos de inversión en España ya ha cumplido cuarenta años y se encuentra en plena madurez. Durante los primeros veinte años su desarrollo estuvo caracterizado por la alternancia de fuertes crecimientos con periodos de estancamiento, adquiriendo en los últimos veinte años un protagonismo creciente.

Este epígrafe trata de reflejar aquellos hechos o circunstancias que han sido significativos en el desarrollo de esta industria, con especial referencia a los aspectos competitivos y de distribución, que estimularon las innovaciones y el proceso de desintermediación financiera.

Las dos últimas décadas constituyen el espacio temporal objeto de análisis, que se corresponde básicamente con el periodo de vigencia de la Ley 46/1984, reguladora de las IIC, en la que el legislador manifiesta su preocupación por proteger los intereses de los partícipes y asegurar la liquidez y solvencia de estos instrumentos financieros, que son de nuevo

revisados a través de la Ley 35/2003. Aunque no cabe la menor duda de que el marco legal tiene una influencia decisiva en la evolución de los productos financieros, existen otros factores y circunstancias que han condicionado la vida de los fondos de inversión.

Como señala Casas Jurado (2003, pág. 32), “El sistema financiero no es sólo un mecanismo de conexión entre oferentes y demandantes de fondos y de asignación eficaz de recursos, sino que es un factor de propulsión del ahorro por medio de atractivas alternativas que deberán ser ofrecidas a los dos colectivos”. Desde la perspectiva del pasivo, si hay un producto de ahorro-inversión que contenga una mezcla atractiva de los principales atributos de un instrumento financiero (liquidez, seguridad, rentabilidad), éste es el fondo de inversión, mientras que desde el punto de vista del activo, los recursos captados se materializan principalmente en acciones e instrumentos de deuda (pública y privada), contribuyendo a la financiación de sus emisiones.

La legislación ha favorecido siempre a este producto con ventajas fiscales en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, siendo esta una de las principales razones que impulsó su fuerte demanda por parte de las economías domésticas, lo que ha modificado sustancialmente la estructura del patrimonio financiero familiar.

Asimismo, la capacidad de los fondos como inversores institucionales, ha potenciado la demanda de títulos en los mercados de valores, absorbiendo gran parte de las emisiones de las Administraciones Públicas y de las realizadas por las empresas no financieras, afectando la estructura del pasivo de los balances de bancos y cajas de ahorros, pero repercutiendo positivamente en sus cuentas de resultados a través de las sustanciosas comisiones recurrentes percibidas por la comercialización de estos instrumentos financieros.

El curioso y trascendente proceso de comercialización de los fondos a través de las distintas estrategias protagonizadas por el sector bancario, las entidades gestoras y el Tesoro Público, con los argumentos de venta incorporados a sus inserciones publicitarias, serán objeto de consideración más adelante.

3.3.1. La inversión colectiva en el marco del sistema financiero español

3.3.1.1. Características generales

Las ventajas que proporciona la inversión colectiva frente a la individual⁸⁷ ha impulsado su regulación y crecimiento en todos los países desarrollados. Aunque el legislador fue precoz al regular estos instrumentos⁸⁸, los fondos de inversión fueron prácticamente desconocidos hasta el inicio de los años noventa, década en la que han tenido una

⁸⁷ La inversión individual tiene generalmente muy limitados los recursos para invertir lo que dificulta la diversificación (la concentración eleva el riesgo) y la gestión profesional.

⁸⁸ En 1952, la Ley 15/7 reconoce a las Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM) y en 1964 el Decreto-Ley 30/4 regula las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV) y los Fondos de Inversión Mobiliaria (FIM).

excepcional evolución⁸⁹, impulsada por la confluencia de un conjunto de factores⁹⁰, entre los que cabe destacar:

1. La aprobación en noviembre de 1990 (Real Decreto 1.393/1990) de un nuevo reglamento de la Ley 46/84 de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC) que dota a los partícipes de una mayor seguridad.
2. El nuevo régimen fiscal que entra en vigor a partir de 1-1-91 y reduce desde el 13 al 1% la tributación interna de estas instituciones (Ley 31/1990 de 27/12).
3. El mejor tratamiento de las plusvalías a partir del 1-1-92 (reducción acumulativa del 7,14% anual, con carencia de dos años).
4. Un entorno de tipos de intereses altos y estables estimularon la demanda de fondos conservadores (tanto monetarios como de inversión en renta fija a largo plazo).
5. Las empresas de servicios de inversión, gestoras de patrimonios financieros personales formados por carteras de valores, tienden a transformarlos en “cestas” de fondos para aprovechar sus ventajas fiscales⁹¹.
6. La campaña publicitaria del Tesoro Público, iniciada en octubre de 1990, para dar a conocer los Fondtesoro⁹² facilitó indirectamente la demanda de toda clase de fondos, contribuyendo a vencer las reticencias bancarias para su comercialización activa.
7. La denominada “guerra de los fondos” protagonizada por la banca a partir del mes de septiembre de 1991 que, junto con los titulares de prensa al hacerse eco de estos hechos, popularizaron estos instrumentos como una alternativa de inversión frente a los tradicionales depósitos bancarios a plazo⁹³.
8. El mantenimiento de agresivas campañas publicitarias unida a la reducción de los tipos de interés y al buen clima bursátil potenciaron tanto la creación como el crecimiento patrimonial de los fondos, especialmente entre los años 1996 a 1999. Superada la crisis de los mercados financieros (2000-2002), las fuertes inversiones publicitarias, concentradas en productos garantizados, impulsaron de nuevo el crecimiento patrimonial de los fondos entre 2003 y 2006, iniciándose en 2007 una disminución patrimonial al reducirse sus ventajas fiscales con la entrada en vigor de la Ley 35/2006 del IRPF.

⁸⁹ Tras una década de crecimiento (1966-1975), en la que contribuyeron a potenciar y popularizar el mercado bursátil, la crisis económica de la segunda mitad de los años setenta y los recortes fiscales introducidos por la reforma de 1977 afectaron negativamente a la evolución de su patrimonio. La recuperación de la Bolsa a partir de 1983, que se mantiene durante varios años, y la nueva Ley 45/1984 de 26/12, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, propician el resurgimiento de los fondos de inversión.

⁹⁰ Véase GRANDÍO DOPICO, A. (Coordinador), LÓPEZ SUÁREZ, P. A., ÁLVAREZ COBELAS, J. y NOVO PETEIRO, J. A. (1997): *Mercados Financieros*, McGraw-Hill, Madrid, pág. 290.

⁹¹ Con este mismo objetivo y para gestionar patrimonios familiares elevados, más adelante se asiste a un acelerado proceso de constitución de SIMCAV (hoy SICAV).

⁹² Fondos de inversión que invierten exclusivamente en Deuda del Estado (Letras del Tesoro, Bonos y Obligaciones del Estado) y son administrados por Sociedades Gestoras de naturaleza privada que firmaron con el Tesoro Público un convenio de colaboración.

⁹³ Mientras que en diciembre de 1991, iniciada ya la “guerra de los fondos”, los depósitos a plazo privados del sistema bancario alcanzaban la cifra de 16,0 billones de pesetas frente a un patrimonio de 3,9 por parte de los fondos de inversión, en junio de 1997 el de los fondos de inversión superaba ya la cifra de los depósitos bancarios a plazo (23,5 billones de pesetas para los fondos y 22,5 de los depósitos).

3.3.1.2. Tipos de instituciones

La inversión colectiva está formada por un conjunto heterogéneo de entidades que tienen como característica común la administración —bajo criterios de diversificación de riesgos— de patrimonios constituidos por la aportación de una pluralidad de inversores, a los que se imputan los resultados de la gestión de acuerdo con su nivel de participación.

Esta filosofía es la aplicada por una amplia tipología de inversores institucionales (fondos de pensiones, planes de jubilación, sociedades y fondos de inversión mobiliaria e inmobiliaria, así como sociedades y fondos de capital riesgo, entre otras posibles figuras), si bien la legislación española sólo reconoce como IIC a las sociedades y fondos de inversión (tanto de carácter financiero como no financiero)⁹⁴.

La administración colectiva de un patrimonio se puede realizar a través de una comunidad de bienes y derechos o mediante la fórmula societaria. En el primer caso, se constituye un fondo (carente de personalidad jurídica) recayendo en una Sociedad Anónima (Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, en la legislación española) la gestión de los bienes que integran el fondo, con el concurso de un depositario. A los inversores se les denomina partícipes ya que serán titulares de participaciones, cuyo número estará en relación con la aportación realizada, dependiendo su valoración del que realmente tenga en el mercado la cartera de activos del fondo.

Mediante la forma societaria se captan recursos a través de la emisión de acciones que son empleados en la adquisición de activos financieros o reales, de acuerdo con el tipo de inversión prevista. El inversor (accionista) es titular de acciones, cuya valoración no sólo estará determinada por los activos de la sociedad, sino por el libre juego de la oferta y la demanda de los títulos.

Ambas modalidades han sido previstas por el legislador español⁹⁵, al regular los Fondos de Inversión de carácter financiero (FIF) y los Fondos de Inversión de carácter inmobiliario (FII), así como a las Sociedades de Inversión de carácter financiero (SICAV) y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII). La legislación actual no regula a otras IIC no financieras distintas de las IIC inmobiliarias, que se registrarán por las disposiciones especiales que apruebe el Ministro de Economía o la CNMV. Sin embargo, son también objeto de regulación las Instituciones de Inversión Colectiva alternativa y de alto riesgo (IICAR) a través de la figura de Fondos, identificados por la abreviatura “IICARF”⁹⁶.

⁹⁴ La únicas Instituciones de Inversión Colectiva de carácter no financiero que están reguladas en España son las de inversión inmobiliaria, bajo las modalidades de fondos o sociedades.

⁹⁵ Ley 35/2003, de 4 noviembre.

⁹⁶ Hasta la entrada en vigor de la Ley 35/2003, existían legalmente dos categorías de fondos de carácter financiero: los fondos de inversión mobiliaria (FIM) y los fondos de inversión en activos del mercado monetario (FIAMM). Mientras los FIM podían invertir tanto en renta fija como variable, sin limitación en cuanto al plazo de vencimiento de los activos, los FIAMM tenían prohibida la inversión en títulos de renta variable y el plazo de vencimiento de los activos no podría ser superior a 18 meses. También se distinguía entre “fondos de reparto” (realizan periódicamente un reparto de beneficios en función de los resultados obtenidos) y “fondos de capitalización” (reinverten los beneficios obtenidos), y a partir de 1998 se definieron las siguientes instituciones de inversión colectiva especializada: Fondos de Fondos (FIMF), Fondos Principales (FIMP), Fondos Subordinados (FIMS) y Fondos especializados en valores no cotizados (FE).

3.3.1.3. Los fondos de inversión de carácter financiero

En España, la inversión colectiva se ha canalizado hasta ahora preferentemente a través de los fondos de inversión de carácter financiero. Como se tendrá oportunidad de analizar, su extraordinario crecimiento en un periodo de tiempo relativamente breve ha producido cambios significativos en nuestro sistema financiero al convertirse en el instrumento financiero más importante en la canalización del ahorro de las economías domésticas con superávit de fondos.

Los fondos de inversión son IIC configuradas como patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras IIC, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y cuyo objeto es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos⁹⁷. Con carácter específico, los fondos de inversión de carácter financiero tienen por objeto la inversión en aquellos activos e instrumentos financieros que han sido identificados como válidos para este fin por la legislación⁹⁸.

El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos. Los partícipes no responderán por las deudas del fondo sino hasta el límite de lo aportado e, igualmente, el patrimonio de los fondos de inversión no responderá por las deudas de los partícipes, sociedades gestoras o depositarios⁹⁹.

Tres son los elementos personales necesarios para la existencia de un fondo de inversión: la sociedad gestora, el depositario y los partícipes.

- La sociedad gestora: las Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) son sociedades anónimas cuyo objeto social consistirá en la administración, representación, gestión de las inversiones y gestión de las suscripciones y reembolsos de los fondos y sociedades de inversión¹⁰⁰. Dentro de estas actividades estarán incluidas, entre otras, la gestión de activos, la administración de la IIC, la suscripción y reembolso de participaciones de fondos y, en su caso, adquisición y enajenación de acciones de IIC, así como la comercialización de participaciones o acciones de la IIC. La sociedad gestora diariamente está obligada a determinar el valor de la participación.
- El depositario: reciben la denominación de depositarios las entidades a las que se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como la vigilancia de la gestión de las SGIIC y, en su caso, de los administradores de las IIC con forma societaria¹⁰¹. Cada institución tendrá un

⁹⁷ Artículo 3.1 de la Ley 35/2003, de 4 noviembre.

⁹⁸ Los activos aptos para la inversión por parte de los fondos de carácter financiero están definidos en el artículo 30 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

⁹⁹ Artículo 6 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

¹⁰⁰ Artículo 40 Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

¹⁰¹ Podrán ser depositarios los bancos, las cajas de ahorros, incluida la Confederación Española de cajas de ahorros, las cooperativas de crédito, las sociedades y las agencias de valores.

solo depositario y ninguna entidad podrá ser simultáneamente gestora y depositaria de una misma institución¹⁰².

- Los partícipes: son un conjunto de personas físicas o jurídicas, cuyo número en un fondo de inversión no podrá ser inferior a 100. La condición de partícipe, que se adquiere mediante la realización de la aportación al patrimonio común, confiere como mínimo los siguientes derechos¹⁰³:
 - Solicitar y obtener el reembolso del valor de sus participaciones¹⁰⁴.
 - Solicitar y obtener el traspaso de sus inversiones entre IIC.
 - Obtener información completa, veraz, precisa y permanente sobre el fondo, el valor de las participaciones así como la posición del partícipe en el fondo¹⁰⁵.
 - Exigir responsabilidades a la sociedad gestora y al depositario por el incumplimiento de sus obligaciones legales y reglamentarias.
 - Acudir al departamento de atención al cliente o al defensor del cliente, así como, en su caso, al Comisionado para la Defensa del Inversor.

3.3.2. Características de los fondos de inversión como producto financiero

Las características que poseen los fondos de inversión y que se exponen a continuación pueden explicar su alto grado de aceptación respecto al resto de productos financieros sustitutivos. La influencia que cada uno de estos factores pueda tener en las decisiones de compra, debería depender de la sensibilidad mostrada ante cada uno de ellos por los potenciales inversores pero, en la práctica, ha sido la presión vendedora ejercida por el sector bancario sobre clientes cautivos el principal factor condicionante de la demanda de fondos.

- Liquidez: se mide la liquidez de un activo financiero por la facilidad y certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas. Esta característica constituye uno de los mayores atractivos de los fondos de inversión por cuanto el partícipe tiene derecho al reembolso de sus participaciones en un plazo máximo de tres días. Para ello, la ley establece la obligación de que la sociedad gestora mantenga un coeficiente mínimo de liquidez del 3% sobre el patrimonio del fondo para poder atender las solicitudes de reembolso.
- Movilidad de recursos entre fondos: hasta el 31-12-2002 el cambio de inversión de un fondo a otro tenía repercusiones fiscales ya que había que tributar por el incremento patrimonial producido. A partir de esa

¹⁰² Artículo 57 y 58 Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

¹⁰³ Artículo 5 Ley 35/2003, de 4 de noviembre.

¹⁰⁴ La participación es cada una de las partes alícuotas en que se divide el patrimonio de un fondo. Las participaciones no tendrán valor nominal, tendrán la condición de valores negociables y podrán representarse mediante certificados nominativos o mediante anotaciones en cuenta. Su valor liquidativo será el que resulte de dividir el valor del patrimonio del fondo por el número de participaciones en circulación. Las participaciones se emitirán y reembolsarán por la sociedad gestora a solicitud de cualquier partícipe (Artículo 7 Ley 35/2003, de 4 de noviembre).

¹⁰⁵ Al suscribir un fondo de inversión, el partícipe puede pedir a la sociedad gestora la emisión de un certificado de participación, título que representa el número de participaciones suscritas.

fecha desaparece el “peaje fiscal” lo que significa que el inversor puede reestructurar su cartera de fondos sin pagar impuestos.

- **Rentabilidad:** la rentabilidad que obtiene el partícipe es variable y está en función del rendimiento de los activos que componen el patrimonio del fondo y de las cotizaciones de los mismos.
- **Ventajas fiscales:** el régimen fiscal de los fondos de inversión constituye uno de los aspectos más atractivos de los mismos, permitiendo al inversor la posibilidad de elegir el momento de tributar por las plusvalías obtenidas y, hasta el 31-12-2006, si se mantenía la inversión durante un periodo superior a un año se aplicaba un tipo impositivo fijo del 15% lo que favorecía especialmente a los inversores de rentas más altas¹⁰⁶. Actualmente, con la entrada en vigor de la Ley 35/2006 del IRPF, esta ventaja diferencial ha desaparecido elevándose el tipo fijo al 18%, que comparte con el resto de los productos financieros de ahorro-inversión. Subsiste, sin embargo, la ventajosa tributación interna del fondo de inversión, al estar sujeto en el Impuesto de Sociedades a un tipo simbólico del 1% mientras que el tipo general en este impuesto es sustancialmente superior.
- **Gestión profesional:** los ahorradores modestos que tendrían vedada la entrada en los mercados de valores, especialmente los internacionales, pueden acceder a los mismos a través de los fondos beneficiándose, además, de una gestión profesional.
- **Control externo:** como una seguridad para el partícipe, el fondo es controlado anualmente por una entidad auditora independiente e inspeccionado periódicamente por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- **Economías de escala:** por medio de la Inversión Colectiva se pueden captar elevadas sumas de dinero que facilitan la adquisición de activos financieros en mejores condiciones que la inversión individual, reduciendo los costes de las transacciones.
- **Diversificación:** uno de los aspectos fundamentales de la legislación se refiere a la obligatoriedad de diversificar las inversiones con arreglo a unos determinados porcentajes, con objeto de proteger los intereses de los partícipes, evitando una excesiva concentración de riesgos.
- **Flexibilidad y comodidad operativa:** la facilidad de uso de los fondos de inversión es uno de sus aspectos más significativos. Normalmente, a través de un banco o caja de ahorros, el partícipe puede solicitar la suscripción y reembolso de sus participaciones cuando lo estime conveniente.
- **Transparencia informativa:** es uno de los rasgos más característicos de los fondos de inversión. En el momento de invertir sus recursos, el partícipe debe recibir el reglamento del fondo, así como el último informe anual y trimestral. Mientras mantenga sus participaciones recibirá informes periódicos del mismo.

¹⁰⁶ Otros rendimientos financieros periódicos estaban sometidos en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) a tipos progresivos en función de los ingresos del sujeto pasivo.

- Variada tipología de inversión: existen numerosas posibilidades de invertir con diferentes niveles de riesgo, lo que facilita la elección por parte del partícipe ajustando su inversión de acuerdo con su mayor o menor aversión al riesgo¹⁰⁷.
- El coste de la inversión a través de fondos: hay que diferenciar las comisiones que soporta el propio fondo (comisión de gestión que percibe la entidad gestora y la comisión de depósito cobrada por el depositario) y las que puedan, en su caso, ser cobradas individualmente a cada partícipe (comisión de suscripción y de reembolso), existiendo un límite legal máximo para la percepción de estas comisiones.

3.3.3. El desarrollo de los fondos de inversión

3.3.3.1. Factores condicionantes

El excepcional desarrollo de la I.C. en el marco del sistema financiero español que ha estado protagonizado por los fondos de inversión de carácter financiero, puede explicarse por un conjunto de factores, entre los cuales pueden citarse los siguientes:

- Cambios en el marco legal: en España la legislación ha jugado un papel muy importante en el desarrollo de las IIC. Desde la aparición del primer texto legal en 1952 se promulgan distintas normas que se completan y homogeneizan con la Ley 46/1984, que más tarde se adaptó con el reglamento aprobado por R.D. 1.393/1990 a la normativa comunitaria y, de nuevo, la necesidad de modernizar el sector propició la promulgación de la Ley 35/2003.
- Liberalización del sistema financiero: el proceso de desregulación financiera ha generalizado la creación de nuevos productos y la competencia entre las entidades bancarias, que se vieron obligadas a comercializar de forma masiva los fondos de inversión aunque, en un principio, el desarrollo de los mismos afectase a sus márgenes. Este proceso se ha visto potenciado por el esfuerzo de las familias para obtener el máximo provecho a su ahorro, lo que ha estimulado a las entidades financieras a desarrollar y ampliar la gama de productos de ahorro-inversión con los que satisfacer las cada vez mayores exigencias de los ahorradores en la demanda de nuevos instrumentos financieros.
- Déficit público: en la primera mitad de la década de los noventa, el elevado déficit obligó al Tesoro Público a intensificar sus emisiones de deuda con rentabilidades atractivas que eran absorbidas por los fondos de inversión y potenciada a través de la creación de los Fondtesoro, apoyados con una fuerte campaña publicitaria.
- Régimen fiscal: la inversión colectiva ha disfrutado siempre de ventajas fiscales que han contribuido a mejorar la rentabilidad final del producto frente a otras inversiones alternativas.

¹⁰⁷ Al objeto de orientar al partícipe, la CNMV y la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO) acordaron en junio de 1999 un criterio de clasificación — modificado en enero de 2002 al incluir cinco subcategorías de fondos de Renta Variable Internacional— que viene determinado por la vocación inversora del fondo y no por la composición de la cartera. Esta clasificación recoge diecinueve categorías de fondos.

- Clima bursátil: los periodos de crisis bursátiles coinciden con un estancamiento o retroceso del patrimonio de los fondos, mientras que las fases de bonanza económica permiten el desarrollo sostenido de los mismos, como puede observarse en el cuadro que se incluye más adelante.
- Desarrollo tecnológico: la tecnología de la información y de las comunicaciones no sólo ha facilitado la obtención de información para la gestión sino que en el área comercial permite identificar aquellos segmentos de clientes a los que ofrecer un determinado fondo de inversión.
- Mayor cultura financiera de los ahorradores: a medida que se incrementa la cultura y el nivel de renta de los ahorradores, éstos cambian su comportamiento de inversión demandando nuevos productos financieros, que favorece el desarrollo de los fondos y amplía su tipología.
- Evolución de los tipos de interés: el crecimiento patrimonial de los fondos, en especial aquellos con una filosofía de inversión más arriesgada, se ha visto potenciado debido a las bajas rentabilidades obtenidas por los depósitos bancarios a consecuencia de la reducción de los tipos de interés.
- Esfuerzos comercializadores: los factores anteriores no serían por sí mismos suficientes para impulsar esta industria sin el efecto catalizador que ha representado la voluntad del sector bancario de incorporar estos instrumentos a su catálogo de productos y su desarrollo comercial, como se verá más adelante.

3.3.3.2. *Etapas en la evolución histórica*

La Tabla 3.10 muestra la evolución de los fondos inscritos en la CNMV desde su aparición en 1966 hasta el año 2007. Se distinguen ocho etapas en su desarrollo. En los primeros veinticinco años (1966-1999) se observan tres etapas caracterizadas por una pasiva comercialización y desconocimiento del producto, siendo las reticencias del sector bancario para vender fondos en sus oficinas causa de su moderado crecimiento. En los dieciséis años que transcurren entre 1991 y 2006 se distinguen cinco etapas en las que se alternan extraordinarios crecimientos junto a periodos de estancamiento y otros de crisis. Con el año 2007 se inicia una nueva etapa que en principio ha afectado negativamente al patrimonio administrado si bien todavía es muy pronto para emitir un pronóstico sobre la posible evolución futura de esta industria, aunque con el nuevo régimen fiscal los fondos más conservadores han perdido parte de su atractivo.

1. *Inicio* (hasta 1973): surgen las primeras regulaciones sobre IIC¹⁰⁸, lo que junto a un favorable ciclo bursátil y unas ventajas fiscales que permiten a los partícipes desgravar el 17% del importe de la inversión, propician el desarrollo patrimonial de los fondos, con carteras compuestas principalmente por títulos de renta variable cuya comercialización controlaban directamente las Sociedades Gestoras a través de una red de agentes poco profesional. La crisis bursátil de 1970/71 afectó negativamente a su patrimonio que repunta de nuevo en el bienio 72/73.

¹⁰⁸ Ley 15/7 de 1952 y Decreto-Ley 30/4 de 1964.

Tabla 3.10. Evolución del número y patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria (millones de euros).

Año	Número	Patrimonio	Variación anual		Etapas	Variac.	Aspectos Relevantes
			Importe	%		Acumul.	
1966	3	3	—	—	Inicio	246 8.200%	• Legislación 1964. • Producto desconocido. • Predominio renta variable. • Ventajas fiscales.
1967	4	6	3	100			
1968	7	52	46	766,7			
1969	12	207	155	298,1			
1970	15	166	-41	-19,8			
1971	17	167	1	0,6			
1972	17	211	44	26,3			
1973	23	249	38	18,0	Primera crisis	-123 -49%	• Crisis bursátil. • Endurecimiento de las condiciones fiscales.
1974	24	211	-38	-15,3			
1975	25	206	-5	-2,4			
1976	25	155	-51	-24,8			
1977	25	116	-39	-25,2			
1978	24	104	-12	-10,3			
1979	23	98	-6	-5,8			
1980	23	102	4	4,1			
1981	23	116	14	13,7			
1982	23	126	10	8,6			
1983	23	199	73	57,9	Desarrollo sostenido	6.361 5.048%	• Ley 46/1984. • Reglamento 1985. • Nacen los FIAMM. • Buen clima bursátil. • Predominio renta fija. • Publicidad Tesoro Público (octubre 90).
1984	26	499	300	150,8			
1985	37	854	355	71,1			
1986	59	2.508	1.654	193,7			
1987	105	2.904	396	15,8			
1988	175	4.610	1.706	58,7			
1989	212	5.227	617	13,4			
1990	268	6.487	1.260	24,1			

Continúa

Año	Número	Patrimonio	Variación anual		Etapas	Variac.	Aspectos Relevantes
			Importe	%		Acumul.	
1991	373	23.260	16.773	258,6	Boom	55.385 854%	<ul style="list-style-type: none"> • Publicidad bancaria. • Nuevo reglamento. • Legislación fiscal.
1992	477	37.746	14.486	62,3			
1993	571	61.872	24.126	63,9			
1994	666	67.611	5.739	9,3	Estancamiento	11.410 18%	<ul style="list-style-type: none"> • Crisis monetaria. • Inicio fondos garantizados.
1995	756	73.282	5.671	8,4			
1996	969	112.440	39.158	53,4	Consolidación	133.012 182%	<ul style="list-style-type: none"> • Popularización fondos. • Crecimiento fondos garantizados. • Oferta <i>Unit linked</i>.
1997	1.481	162.450	50.010	44,5			
1998	1.881	203.774	41.324	25,4			
1999	2.167	206.294	2.520 ⁽¹⁾	1,2			
2000	2.467	186.068	-20.226	-9,8	Segunda crisis	-31.560 -15%	<ul style="list-style-type: none"> • Crisis Merc. Finan. • Tipos de interés bajos. • Impulso Simcav's.
2001	2.599	181.323	-4.745	-2,6			
2002	2.538	174.734	-6.589	-3,6			
2003	2.554	210.627	35.893	20,5	Madurez	34.319 20%	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 35/2003 de IIC. • Fin peaje fiscal.
2004	2.621	236.088	25.461	12,1			
2005	2.723	262.201	26.113	11,10			
2006	2.850	270.407	8.206	3,13			
2007	3.006	256.042	-14.365	-5,3	¿Declive? ⁽²⁾	-54.162 -20%	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 35/2006 de IRPF. • Crisis de liquidez bancaria.
30-06-2008	3.030	216.245	-39.797	-15,5			

⁽¹⁾ La crisis bursátil se inicia en la segunda mitad de 1999.

⁽²⁾ Obsérvese que mientras que en los tres años de la segunda crisis (2000-2002) se redujo el patrimonio en un 15%, en sólo tres semestres a partir del 31-12-2006 la reducción patrimonial superó el 20%.

Fuente: CNMV.

2. *Primera crisis* (1974-1982): en este periodo, la prolongada evolución desfavorable de los mercados bursátiles¹⁰⁹ hace caer el patrimonio de los fondos hasta un mínimo de 98 millones de euros en 1979 frente a los 249 alcanzados en 1973. Se produce igualmente un endurecimiento de las condiciones fiscales que frenó una posible reacción positiva.
3. *Desarrollo sostenido* (1983-1990): un periodo de bonanza económica y la entrada en vigor de un nuevo marco legal (Ley 46/1984 de 26/12) impulsan el resurgimiento patrimonial de los fondos, especialmente en el caso de los FIAMM (nueva modalidad prevista por la legislación), que fueron los principales protagonistas de la inversión colectiva en los años siguientes¹¹⁰.
4. *El boom* (1991-1993): el excepcional crecimiento patrimonial de este periodo se explica a través de un conjunto de factores: unos de carácter legislativo¹¹¹ y otros comerciales, como las campañas publicitarias iniciadas en octubre de 1990 por el Tesoro Público y la protagonizada por el sector bancario a partir de septiembre de 1991, desplazándose la competencia por la captación de recursos desde las “cuentas corrientes de alta remuneración” al mercado de fondos de inversión.
5. *Estancamiento* (1994-1995): a partir de junio de 1994 se produce un retroceso en el patrimonio de los FIM de renta fija, afectados por un repunte en los tipos de interés. En un primer momento y para evitar la pérdida de clientes, los bancos trataron de reconducir las desinversiones de los fondos hacia depósitos a largo plazo con interés creciente, comenzando a ofrecer fondos de inversión garantizados a partir de 1995 que tuvieron una gran acogida¹¹².
6. *Consolidación* (1996-1999): el éxito logrado por los “fondos garantizados”, las expectativas de recuperación económica y el nuevo tratamiento fiscal dado a las plusvalías estimularon el desarrollo de la industria de fondos de inversión, gestionando ya los bancos en 1997 más dinero en fondos que en depósitos a plazo, cuando en 1991 representaban sólo el 24%.
7. *Segunda crisis* (2000-2002): el patrimonio de los fondos de inversión prácticamente no ha dejado de crecer desde 1979 hasta mayo de 1999, iniciándose a partir de entonces un paulatino retroceso patrimonial que se mantiene hasta el año 2003. Esta fuerte crisis está más afectada

¹⁰⁹ “El índice general de la Bolsa de Madrid perdería en ocho años todo lo ganado en 34. El crack de la Bolsa durante este periodo no tiene precedente. La crisis durante la transición política en España desesperó a un gran número de inversores y profesionales del mercado”. Morgan Stanley (2002): *Manual práctico para saber invertir*. Edición CincoDías, Madrid.

¹¹⁰ El crecimiento de los FIAMM se vio favorecido por la limitación legal para remunerar los depósitos bancarios a la vista cuya liberalización no se produce hasta 1987 mientras que los primeros FIAMM surgen un año antes (el primer FIAMM fue registrado en diciembre de 1985 por FIBANC con el nombre de Fondiner, al que se dotó con talonario de cheques para facilitar las disposiciones del partícipe) convirtiéndose en una ventajosa alternativa a las cuentas corrientes bancarias.

¹¹¹ Entrada en vigor del nuevo reglamento de la Ley 46/84 de IIC, aprobada por R.D. 1.393/1990; reducción del 13% al 1% en el tipo impositivo que grava a las IIC, establecido por la Ley 31/1990 o el tratamiento más favorable de las plusvalías a partir de 1991.

¹¹² Gracias a una garantía externa otorgada por una entidad, el fondo de inversión garantizado permite a su titular en la mayor parte de los casos recuperar el 100% de la inversión inicial en una determinada fecha fijada previamente y una rentabilidad adicional fija o relacionada con la evolución de algún índice que se toma como referencia.

por la desfavorable evolución de los mercados financieros¹¹³ que por el volumen de reembolsos, que fueron relativamente escasos.

8. *Hacia la madurez del sector* (a partir de 2003): la entrada en vigor en 2003 de un nuevo reglamento del I.R.P.F., que, por una parte, suprime el “peaje fiscal” por cambio de fondo y, por otra, reduce el tipo impositivo del 18% al 15% a partir del primer año de permanencia de la inversión en el caso de reembolsos sin reinversión, mejora sensiblemente el atractivo de los fondos como producto financiero, permitiendo romper la trayectoria decreciente de su evolución patrimonial. Aunque el favorable clima bursátil contribuyó a incentivar el crecimiento de los fondos, el impulso principal viene determinado por las agresivas campañas de oferta de “fondos garantizados” protagonizadas especialmente por los dos primeros bancos españoles (SCH y BBVA). De cara al futuro, la entrada en vigor en febrero de 2004 de la nueva Ley reguladora de las IIC (Ley 35/2003, de 4 de noviembre) deberá estimular la competencia y la profesionalidad entre entidades gestoras y comercializadoras españolas así como la presencia, cada vez mayor, de competidores internacionales. Aunque todavía existen muchas sombras en esta industria y hay mucho camino que recorrer, la situación actual es muy distinta a la de 1984 donde la inversión colectiva era prácticamente desconocida y escasamente utilizada, mientras que hoy tiene un peso significativo en la composición del patrimonio financiero de las familias españolas, constituyendo un importante vehículo para la participación de éstas en los mercados de capitales. De nuevo, los cambios fiscales introducidos a partir del 1-1-2007 vuelven a afectar al desarrollo de esta industria, en esta ocasión desfavorablemente, al perder parte de las ventajas fiscales diferenciales respecto a otras alternativas financieras de ahorro-inversión. El techo patrimonial se produce el 30-6-2007 con un total de 277.201 millones de euros, iniciándose un descenso a partir de esa fecha, que se mantiene en 2008. La fuerte crisis de los mercados financieros iniciada en 2007, que no sólo afecta negativamente a los índices bursátiles sino a la liquidez del sistema financiero (que presiona para sustituir fondos por depósitos), son otros factores que explican la evolución negativa del patrimonio de los fondos a partir del segundo semestre del 2007.

3.3.4. *Las campañas publicitarias como determinantes de la popularización de los fondos de inversión*

Desde el punto de vista legal¹¹⁴ se entiende por publicidad “toda forma de comunicación realizada por una persona física o jurídica, pública o privada, en el ejercicio de una actividad comercial, industrial, artesanal o profesional, con el fin de promover de forma directa o indirecta la contratación de bienes muebles o inmuebles, servicios, derechos y obligaciones”. La anterior definición no sólo contempla la publicidad propiamente dicha sino toda la

¹¹³ El cambio que se había venido produciendo en la estructura de los fondos de inversión hacia un mayor peso relativo de la renta variable contribuyó a que las pérdidas patrimoniales fueran más significativas.

¹¹⁴ Ley 34/88, de 11 de noviembre, General de Publicidad (Artículo 2).

“política de comunicación”, que incluye también la promoción de ventas, las relaciones públicas y las acciones de las fuerzas de ventas. Y aunque todos estos elementos han sido utilizados por las entidades comercializadoras de fondos desde los años noventa (*merchandising* en oficinas, folletos, carteles, *mailing* a potenciales clientes, telemarketing y especialmente la venta personal en sucursales aprovechando la visita de los clientes), sólo va a ser objeto de consideración la publicidad —parte más visible de las acciones comerciales— a través de las inserciones en prensa, reflejada en una selección de anuncios que se pueden considerar representativos tanto desde la perspectiva de la evolución del contenido de los mensajes como del tipo de productos ofertados. Por otra parte, puede observarse que los crecimientos más importantes en el patrimonio de los fondos de inversión coinciden con las etapas de mayor agresividad publicitaria.

3.3.4.1. La competencia en la industria de fondos de inversión

El mercado español de fondos de inversión se caracteriza por la existencia de:

1. Gran número de fondos: tras un periodo de fuerte crecimiento en la segunda mitad de la década de los noventa¹¹⁵, su número prácticamente se estabiliza a partir de 2001 como consecuencia del proceso de fusión de fondos para tratar de aprovechar en la gestión las economías de escala (la propia fusión entre entidades estimula este proceso).
2. Numerosas entidades gestoras: al 30-06-08 estaban registradas en la CNMV 120 SGIIC.
3. Numerosas entidades comercializadoras: formadas por entidades de depósito —bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito—, compañías de seguros, sociedades de valores, agencias de valores, así como por las sociedades gestoras y sus agentes y apoderados. Se pueden igualmente suscribir participaciones de fondos de inversión a través de Internet, ya que existen numerosos portales promovidos por entidades financieras a través de los cuales es posible adquirir fondos de distintas gestoras, además de los pertenecientes a su propio grupo financiero.
4. Gran número de partícipes: la popularización de la industria de los fondos de inversión es un hecho irrefutable, refrendado por 7.033.303 partícipes al 30-06-08. No obstante, esta cifra habría que corregirla a la baja pues son muchos menos los titulares reales de fondos de inversión que partícipes, al ser frecuente que un inversor posea más de un fondo. El 97% de los partícipes son personas físicas y de ellos tan solo el 1,1% son no residentes. La crisis de los mercados financieros desencadenada a partir del segundo semestre del 2007 ha determinado la pérdida de 1.724.257 partícipes entre 30-6-07 y 30-6-08.

Teniendo en cuenta las características mencionadas cabría pensar en un mercado muy competitivo, eficiente, transparente y con una especializada y diversificada oferta de productos con bajas comisiones. Sin embargo, la realidad es otra muy distinta.

¹¹⁵ Entre 1995-2000 el número de fondos inscritos en la CNMV experimenta un crecimiento de 1.711 fondos.

Siguiendo a Casas Jurado (2003, pág. 244), la competencia en la industria española de fondos de inversión puede establecerse entre los diferentes tipos o categorías de fondos y con otras IIC extranjeras comercializadas en nuestro país. A pesar de que existe a disposición del inversor una variada tipología de fondos estos carecen por sí mismos de imagen de marca, vinculándose a la de las instituciones que los comercializan y, por lo que respecta a la competencia de fondos extranjeros, todavía es escasa por la dificultad de encontrar canales adecuados de comercialización y la reticencia de los ahorradores españoles ante lo desconocido, dando preferencia a los fondos españoles. No obstante, estas instituciones han hecho algunos esfuerzos promocionales utilizando para su distribución la colaboración de entidades españolas.

Hasta ahora, el fuerte incremento del sector ha permitido a las sociedades gestoras y comercializadoras captar nuevos partícipes y aumentar sus aportaciones sin tener que entrar en una fuerte competencia, que abarataría las comisiones que soportan los inversores y exigiría mayor eficiencia en la gestión de las carteras de los fondos.

Desde el punto de vista de la competencia, en este sector la situación actual es la siguiente:

1. Existe una gran concentración en la distribución: las entidades bancarias controlan el 92% de la cuota de mercado en fondos de inversión (63% los bancos y 29% las cajas). Además, el sector está muy concentrado en gestoras de gran tamaño vinculadas a grupos financieros. Los dos principales grupos bancarios (SCH y BBVA) absorben el 45% de la cuota de mercado, lo que les permite soportar el coste de agresivas acciones de marketing para promocionar productos de “campaña” que les proporcionan sustanciosas comisiones recurrentes y les permite mantener su posición de privilegio en el mercado de fondos de inversión.
2. Las comisiones que gravan a los fondos son elevadas: aunque existe rivalidad entre los principales grupos comercializadores (actualmente siete grupos financieros absorben el 68% de la cuota de mercado), la competencia no ha llegado de momento al capítulo de las comisiones de gestión y depositaría que gravan a los fondos ¹¹⁶.
3. Escasa transparencia informativa en la comercialización de los fondos: la todavía escasa cultura financiera de los inversores españoles no les permite tener por sí mismos capacidad de elección y negociación, estando el asesoramiento limitado prácticamente a los clientes de banca personal. Aunque la transparencia informativa es teóricamente uno de los rasgos característicos de los fondos de inversión ¹¹⁷, en la práctica los folletos publicitarios eluden mencionar las comisiones de

¹¹⁶ Según un reciente informe elaborado por Fitzrovia Internacional, los fondos de inversión españoles soportan los costes totales más elevados de Europa (los costes calculados incluyen las comisiones de gestión, depositaría e intermediación). En el mercado español las comisiones de gestión suelen aplicarse sobre el patrimonio. No obstante algunas entidades como Bankinter, entre otras, han publicitado comisiones sobre resultados (Figura 3.32).

¹¹⁷ En el momento de invertir sus recursos en un fondo el partícipe tiene derecho a recibir el estatuto o reglamento y el último informe anual y trimestral, así como un informe mensual durante el tiempo que permanezca en el fondo.

gestión y depósito, que, al ser percibidas directamente del fondo no son normalmente conocidas por los inversores y así se da la circunstancia de que los fondos con mayor número de partícipes (aquellos que se venden masivamente), comercializados por los principales grupos (SCH, BBVA y La Caixa) aplican comisiones cercanas en casi todos los casos a los topes legales máximos permitidos. Por otra parte, los fondos garantizados de renta variable —actualmente el producto más ofertado—, cuya garantía está total o parcialmente vinculada a la evolución de un instrumento financiero de renta variable, son especialmente complejos y la información sobre ellos incluida en los folletos publicitarios ha sido hasta ahora bastante opaca. La CNMV ha manifestado su intención de imponer nuevos criterios de transparencia sobre la publicidad en aras a la protección de los inversores¹¹⁸. La entrada en vigor de la MIFID en noviembre de 2007 fue un factor que contribuyó a clarificar la información y asesoramiento que deben recibir los potenciales inversores¹¹⁹.

3.3.4.2. *Precedentes en la promoción comercial de los fondos de inversión*

1. *La utilización de los fondos como soporte de los “planes de jubilación”* (años ochenta): las entidades bancarias utilizaron la figura de los fondos como soporte de planes de ahorro sistemático a largo plazo, como los conocidos con la denominación genérica de “planes de jubilación”¹²⁰. Era palpable la nula transparencia de estos productos, en los que no aparecían identificados los fondos de inversión con lo cual el partícipe desconocía la estructura del producto, que tampoco era transmitida generalmente a la red de ventas. En el anuncio reproducido en el anexo (Figura 3.1) el soporte del producto era Rentfondo, un FIM de renta fija gestionado por Hispanogestión, Sociedad Gestora de IIC.
2. *Los precursores* (hasta 1990): esta primera etapa está caracterizada por el hecho de que la mayor parte de las escasas inserciones publicitarias son realizadas directamente por las entidades gestoras figurando en

¹¹⁸ Nuño Rodríguez en un artículo publicado en el diario *CincoDías* del 23 de junio de 2003 bajo el titular “Los fondos vendidos a granel y comprados a ciegas” señalaba que “las campañas masivas de promoción de fondos incentivan la venta a granel. Los fondos en campaña acaparan el esfuerzo comercial, de modo que cada empleado tiene que cumplir objetivos de suscripción”. En opinión de M. Casadejús (*CincoDías* 9/2/05), “La formación de los comerciales en el punto de venta es la parte más débil del proceso. El problema es que el señor que está detrás de la ventanilla, antes de vender un fondo ha vendido una hipoteca, y antes un seguro. Los bancos inventaron los garantizados para suplir la falta de formación de sus comerciales”.

¹¹⁹ La Directiva 2.004/39/CE relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros, conocida por sus siglas en inglés MIFID (*Market in Financial Instruments Directive*), regula, entre otros aspectos, la transparencia en la negociación de un amplio abanico de instrumentos financieros y el aumento de la protección dada al inversor, ajustándola a sus características, experiencia y conocimientos financieros. Su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007 tuvo un impacto directo en la forma en cómo las entidades financieras comercializan los instrumentos financieros.

¹²⁰ Como un precedente y, en cierto modo, un sucedáneo de los Planes y Fondos de Pensiones (regulados por Ley 8/1987 de 8/6 y Real Decreto Ley 1.307/1988 de 30/9, que desarrolla el reglamento), el sector bancario diseñó productos con el mismo objetivo finalista, utilizando como soporte de los mismos seguros de vida de capital diferido o fondos de inversión.

algunas ocasiones, siempre en un segundo plano, la entidad bancaria matriz, que mostraba generalmente un actitud pasiva en la comercialización del producto atendiendo únicamente la demanda de los inversores “iniciados” (Figura 3.2).

3. *La creación de los Fondtesoro* (1990): los grandes volúmenes de emisiones de Deuda Pública que exigía el elevado déficit público encontraban dificultades para su colocación debido a las reticencias del sector bancario, al competir los títulos públicos con sus depósitos tradicionales ¹²¹. El Tesoro Público decidió utilizar los fondos de inversión —Fondtesoros— para potenciar la colocación de sus emisiones, diseñando para su lanzamiento una campaña publicitaria cuyo primer mensaje (*libertad*), que no tuvo gran impacto y hacía referencia a la liquidez del producto, pronto fue sustituido por diseños más atractivos que ampliaron el abanico de ventajas incorporando a la liquidez, la seguridad, rentabilidad y fiscalidad favorable, aspectos que son tenidos en cuenta por los potenciales inversores y son más o menos valorados en función de sus preferencias específicas. Las figuras 3.3 a 3.10 son una muestra selectiva de esta campaña que, sin lugar a dudas, fue el desencadenante de la participación activa del sector bancario en el mercado de fondos.

3.3.4.3. *La publicidad bancaria como principal factor dinamizador*

1. *Del inicio de la competencia bancaria* (1989) *a la “guerra de los fondos”* (1991): los grandes bancos españoles comenzaron a implementar acciones competitivas a partir de 1989. La progresiva liberalización del sistema financiero ¹²² abrió paso a la competencia en función del precio, hasta ahora basada en el producto, que inició el Banco Santander en septiembre de 1989 con el lanzamiento de una cuenta de alta remuneración ¹²³, apoyada con una campaña publicitaria de gran calado que no obtuvo respuesta inmediata por el resto de los grandes bancos ¹²⁴. Tras el esfuerzo publicitario llevado a cabo por el Tesoro Público que facilitó el conocimiento de los fondos a los pequeños inversores y allanó el camino para su popularización, los bancos se vieron obligados a comercializarlos a pesar de la “canibalización” que iban a producir en sus depósitos tradicionales, y así en 1991 la competencia

¹²¹ “Uno de los grandes problemas que planteaba el mercado de Deuda Pública a principios de los 90 era la atonía de su demanda a largo plazo derivada, en general, de la propia debilidad de nuestro sistema financiero y, en particular, de la estrechez de la inversión institucional, debido al escaso desarrollo tanto de los fondos de inversión como de los planes y fondos de pensiones. Ante esta situación, el Estado llevó a cabo una política activa y eficaz tendente a incentivar la demanda institucional. De las diferentes alternativas de inversión institucional, los fondos de inversión eran el único camino adecuado para incentivarla, ya que los planes y fondos de pensiones quedaban muy lejos de la acción del Tesoro. Las dos iniciativas adoptadas fueron, por un lado, la instrumentación de la Deuda Pública en anotaciones contables y, por otro, la creación de fondos de inversión que invierten exclusivamente en Deuda del Estado: los Fondtesoros (Casas Jurado, 2003, pág. 263).

¹²² Especialmente a partir de la O.M. de 3 de marzo de 1987 que liberalizaba los tipos de interés.

¹²³ Se trataba de una cuenta corriente a la vista cuyas condiciones iniciales fueron el 11% nominal anual por un saldo mínimo de 500.000 pesetas, con un primer tramo no remunerado de 125.000 pesetas. La cuenta incorporaba asimismo el cobro de los apuntes registrados.

¹²⁴ En febrero de 1990 Banesto publicitó la “Cuenta Única”, seguido por el BBV (Supercuenta BBV Plus) y del BCH (Cuenta Total).

por el pasivo bancario se desplazó al mercado de fondos de inversión. El 28 de junio de 1991 el Banco Santander comenzó a introducir este producto sin publicidad, utilizando como apoyo exclusivo su red de sucursales y fuerzas de ventas especiales contratadas para la ocasión. Por su parte, el BBV lanzó los fondos de inversión en septiembre de 1991¹²⁵. Ahora bien, a diferencia del Banco Santander prefirió que el lanzamiento de dicho producto estuviese respaldado por una agresiva campaña de publicidad basada en la historia del zorro y la gallina. La respuesta publicitaria del Banco Santander fue inmediata, al día siguiente empezó a insertar una campaña publicitaria sobre sus *Superfondos* en los que los equiparaba a *El Paraíso Fiscal* (Bocigas Solar 2001, pág. 20)¹²⁶. Como se puede observar a través de las figuras 3.11 y 3.15, las campañas protagonizadas por los bancos Santander y BBV utilizaban como único argumento de venta las ventajas fiscales del producto. El tercero de los grandes bancos de entonces, el Hispano Americano, comenzó a introducir otros argumentos como la rentabilidad del producto (figuras 3.17 y 3.18)¹²⁷.

Aunque el coste de la inversión publicitaria en la promoción de los fondos no llegó a las cotas de otras acciones comerciales protagonizadas por la banca¹²⁸, la sorpresa y la originalidad en el diseño de los anuncios del BBV provocó reacciones múltiples de las que se hicieron eco los medios de comunicación, adquiriendo además gran notoriedad por la polémica que suscitó el hecho de identificar a la Hacienda Pública con un zorro que quiere comer los huevos que representan la rentabilidad del capital (la gallina). No obstante, el proceso de comercialización no iba a resultar sencillo ya que debía contar con una

¹²⁵ Es significativo el hecho de que el inicio de la incorporación masiva de la banca a la comercialización de fondos de inversión se produzca exactamente dos años después de que el Banco Santander —también de forma sorpresiva— lo hiciera con las supercuentas, siendo en aquel momento el BBV la entidad bancaria más perjudicada por ser el más directo competidor del Banco Santander.

¹²⁶ “La victoria fue nuevamente para el Santander, que al cierre del ejercicio alcanzó un patrimonio de 515.000 millones de pesetas, por encima del BBV que administraba 509.000 millones” (Teruel Sierra, 1995, pág. 59). En julio de 1993, apenas 21 meses después de iniciarse la “batalla”, el Santander alcanzó la cifra de un billón de pesetas de patrimonio administrado (Figura 3.16).

¹²⁷ Hay que tener en cuenta que entre las características y ventajas de los fondos de inversión que podrían esgrimirse como argumentos de venta —además de las ventajas fiscales— estarían otras como la liquidez, rentabilidad, gestión profesional, control externo, economías de escala, diversificación, flexibilidad y comodidad operativa, transparencia informativa, variada tipología de inversión y, desde 1-1-2003, la posibilidad de movilizar recursos entre fondos sin coste fiscal.

¹²⁸ Presupuestos más altos se destinaron a promocionar a partir de 1990 las “cuentas corrientes de alta remuneración” y las “libretas de ahorro de alta remuneración con incorporación de sorteos y regalos” a las que se asociaba una mascota como elemento diferenciador, iniciándose a partir de entonces una verdadera política de “marcas”. El BBV comercializó “El Libretón” en abril de 1990, mientras que hay que esperar a 1993 para que surja la “guerra” en el segmento de las libretas de ahorro con la incorporación del Banco Santander (Superlibreta) seguido por el Central Hispano (Libreta Central Hispano) y el Banco Español de Crédito (Libreta Única). Otra campaña dotada asimismo con un elevado presupuesto publicitario fue la de “hipotecas”, iniciada también por el Banco Santander (Superhipoteca) seguido por el BBV (Credi-Uno Plus) y Central Hispano (Hipoteca Central Hispano). Ya en el año 1994 se desata la “guerra” de los “préstamos al consumo”: “Supercrédito personal” del Banco Santander, “El creditón” del BBV o el “Crediexpres” del BCH.

compleja infraestructura que no podía improvisarse (sociedades gestoras, diseño del producto, sistemas informáticos capaces de soportar operativamente la gestión, especialistas en la gestión de valores, etc.), además del desconocimiento del producto tanto por la red de ventas —a la que había que formar— como por los inversores potenciales. De ahí el hecho de que para evitar los problemas que podían generar una evolución desfavorable de los mercados de renta variable, se optó por ofertar preferentemente fondos de renta fija, especialmente a corto plazo (FIAMM) que resultaban atractivos gracias a los altos tipos de interés vigentes en aquel momento¹²⁹.

2. *Los fondos con soporte de “libretas” o “talonarios de cheques”* (1993): con objeto de introducir los fondos entre los ahorradores más tradicionales, titulares de cuentas de ahorros o depósitos a plazo fijo —en ambos casos generalmente documentados a través de “libretas”— algunas entidades utilizaron la “libreta” como soporte operativo de los fondos e incluso el “talonario de cheques”, cuyas primeras iniciativas estuvieron protagonizadas por Fibanc con la “Cuenta Cash Management” o Bankinter con la “Cuenta Fiscal Oro”¹³⁰. Por su parte, el Banco Central Hispano diseñó una cuenta corriente ligada a una cesta de fondos bajo la denominación de “Cuenta Lince” que permitía a su titular hacerse un “traje a medida” al poder elegir su propia estrategia de inversión entre 30 posibles combinaciones de cuatro fondos (Dinero, Renta Fija, Renta variable y Valores internacionales). Aunque muchas de estas iniciativas subsisten, en la actualidad no parece que el soporte utilizado sea un factor significativo de comercialización.
3. *Los “fondos garantizados”* (1995): en 1994 se produce un coyuntural retroceso en el patrimonio de los FIM de renta fija a medio y largo plazo, afectados negativamente en sus valores liquidativos por un repunte en los tipos de interés. Algunos partícipes alarmados, huyen de los FIM de renta fija y con objeto de canalizar sus desinversiones, tras una primera comercialización coyuntural de depósitos a largo plazo con interés creciente por parte del sector bancario, pronto surge en el mercado de los fondos de inversión la oferta de productos garantizados que tuvieron una gran acogida (llegaron a representar cerca del 25% del patrimonio total de los fondos), en los que la entidad bancaria comercializadora asume la garantía concedida al partícipe, siendo ésta sólo válida en una fecha previamente pactada (figuras 3.19 y 3.20)¹³¹.

¹²⁹ Todavía en la actualidad prima la oferta de fondos conservadores a través de “garantizados” que desvirtúan en cierta medida la filosofía de este tipo de instrumentos financieros.

¹³⁰ La “Cuenta Fiscal Oro” era la denominación de un FIAMM, que permitía la disposición (venta de participaciones) a través de un talonario de cheques, aunque en el folleto publicitario se omitía la información relativa al fondo de inversión. La confusión que podía originar entre los inversores este tipo de denominación, llevó a la CNMV a no admitir que el nombre de los fondos se iniciase con la palabra “Cuenta”. Cuando el Banco Central Hispano comercializó un fondo con el soporte de una libreta, al fondo le llamó “Interés Diario, Fim” comercializado bajo la denominación de “Libreta de Interés Diario”).

¹³¹ La regulación definitiva de este tipo de fondos está recogida en la Orden Ministerial de 10-6-97 y a la Circular de la CNMV que la desarrolló.

4. *La diversificación tipológica y los unit linked* (1998): como consecuencia natural del desarrollo del mercado surgen productos diferenciados en función de sus estrategias inversoras, que son objeto de campañas publicitarias (figuras 3.21 a 3.25). Se ofertan también *unit linked*, que como principal argumento de venta utilizó el hecho de que este instrumento financiero permite cambios en la composición de la inversión sin tener que tributar por ello. Resueltas las incertidumbres iniciales sobre su régimen fiscal (el primer anuncio realizado por Barclays, data de 1997, como muestra la Figura 3.26) la oferta de *unit linked* se generalizó en el año 2000 al incorporarse los principales bancos nacionales, pero la supresión del “peaje fiscal” por cambio de fondo a partir de 2003 ralentizó su comercialización.
5. *Las SIMCAV’S y los “depósitos combinados”* (2001): aunque el hecho más significativo de este periodo es, sin duda, el despegue de las SIMCAV’s¹³², que se consolidaron en los años siguientes, al constituir en la mayor parte de los casos un “traje a medida” para canalizar la administración de patrimonios familiares, no han sido objeto de campañas publicitarias en los medios de comunicación. Los fondos sufren un deterioro patrimonial a partir del segundo semestre de 1999 que dura hasta el año 2003. Las acciones promocionales se centran en la venta de productos conservadores, principalmente garantizados, y la de depósitos combinados, como muestra la Figura 3.27.
6. *Estrategias competitivas recientes* (a partir de 2003): con la desaparición del “peaje fiscal” a partir de 1-1-2003, vuelven a desarrollarse importantes campañas publicitarias que se concentran en la promoción de fondos garantizados que ya venían siendo el producto estrella de la inversión colectiva desde la prolongada crisis bursátil iniciada en 1999. Los dos primeros bancos del país (SCH y BBVA) comercializaron inicialmente¹³³ fondos de inversión garantizados de renta variable con limitación en su disponibilidad, ante el temor de perder cuota de mercado por el posible trasvase de fondos a otras gestoras (figuras 3.28 y 3.29), cuyos comercializadores ofrecieron incentivos para estimular dichos traspasos (Figura 3.31) aunque en la práctica los inversores han hecho escaso uso de esta posibilidad. Otras entidades, siguiendo los pasos de SCH y BBVA, han generalizado la oferta de fondos garantizados (Figura 3.30).

3.3.5. Conclusiones

El desarrollo de la industria de los fondos de inversión ha constituido, sin lugar a dudas, el hecho más trascendente y sin precedentes en el Sistema Financiero Español. En las páginas anteriores ha quedado claramente reflejado el ritmo y los condicionantes de su crecimiento, así como las luces y las sombras de la estructura actual del sector. A continuación, y a modo

¹³² Entre 1999 y 2001 se constituyeron 1.232 Simcav’s y al 30-06-08 su número se eleva a 3.365 (con la nueva ley las Simcav han pasado a denominarse Sicav).

¹³³ El lanzamiento de estos productos tiene lugar en el segundo trimestre de 2002 y han seguido presentes en el mercado en los años siguientes.

de resumen o conclusión, nos permitimos incorporar algunas reflexiones sobre la situación actual y perspectivas de futuro del mercado español de los fondos de inversión.

La evolución patrimonial de los fondos ha sido desordenada¹³⁴ y enfocada hacia posiciones muy conservadoras, lo cual estaría plenamente justificado en una primera etapa de comercialización donde era patente el desconocimiento del producto no sólo por parte de los potenciales inversores sino por la propia red de ventas. En el inicio de la década de los noventa, con la incorporación masiva de las oficinas del sector bancario a la venta de fondos¹³⁵, se concentran los esfuerzos comercializadores en la colocación de fondos de renta fija a corto plazo (FIAMM) y, en menor medida, fondos de renta fija a medio y largo plazo (FIM), productos sencillos y con reducido nivel de riesgo, que eran ofrecidos (colocados) a clientes cautivos, ahorradores tradicionales, titulares hasta entonces de depósitos bancarios a plazo¹³⁶.

La reducción paulatina experimentada en los márgenes de intermediación fue el catalizador de este proceso, al comenzar a resultar atractivas para el sector bancario las comisiones recurrentes proporcionadas por los fondos frente a los cada vez más reducidos diferenciales obtenidos en el proceso de intermediación financiera. Las ventajas fiscales del producto, esgrimidas como principal argumento de venta, facilitaron el proceso de comercialización.

Desde el punto de vista de la distribución, en esta primera etapa la cuota de mercado estaba concentrada en tres instituciones bancarias: Santander, Bilbao Vizcaya y Central Hispano. Fueron estas mismas entidades las que empezaron a comercializar en 1995 “fondos de inversión garantizados” para reemplazar los fondos de renta fija a largo plazo cuyo valor liquidativo había experimentado un retroceso por un repunte experimentado en los tipos de interés.

Los FIAMM fueron perdiendo atractivo a medida que evolucionaron a la baja los tipos de interés, propiciándose un trasvase de éstos hacia posiciones más arriesgadas aunque sin una clara conciencia de ello por parte del partícipe (los ahorradores se fueron así convirtiendo en inversores sin saberlo) hasta que de nuevo circunstancias desfavorables afectaron negativamente estas inversiones (en este caso la crisis de los mercados financieros en el periodo 2000-2002), revitalizándose la comercialización de “fondos garantizados” que son colocados masivamente como productos de “campaña”, por parte de las principales instituciones del sector bancario.

¹³⁴ Las reticencias iniciales mostradas por el sector bancario se transformaron en un corto periodo de tiempo en un cambio de actitud que se trasladó a sus redes comerciales a las que se fijaron ambiciosos objetivos de colocación de fondos entre clientes y no clientes.

¹³⁵ El sector bancario español no perdió la oportunidad de intermediar la desintermediación, sustituyendo los márgenes financieros por comisiones por servicios, entre las cuales las aplicadas a los fondos de inversión cobraron especial protagonismo.

¹³⁶ “En las décadas de los ochenta y noventa la gestión de activos era un negocio sin complicaciones. La gama de productos de renta variable se concentraba en los principales productos domésticos o globales de toda la vida, productos poco imaginativos en general, y productos de renta fija que básicamente se limitaban a invertir en emisiones gubernamentales”. David Burns (Director General de Schroders España). *Cinco Días*. 11-7-05.

Aunque desde el punto de vista cuantitativo el desarrollo de la industria de los fondos de inversión ha sido extraordinario desde distintos puntos de vista (creación de fondos, constitución de gestoras, presencia de numerosos comercializadores y crecimiento en el número de partícipes), desde una óptica cualitativa no parece que se haya avanzado mucho en estos años: la competencia es sólo aparente pues sigue monopolizada por los dos megabancos (SCH y BBVA) y todavía no afectó al nivel de comisiones que siguen manteniéndose altas en los fondos conservadores, detrayendo una parte cada vez más importante del rendimiento final a percibir por el partícipe. La capacitación de la red de ventas es claramente deficiente en la banca comercial¹³⁷ que se limita básicamente y de forma indiscriminada a vender productos de campaña, generalmente “garantizados”, que limitan la liquidez del partícipe y generan para la entidad atractivas comisiones recurrentes, con el apoyo de publicidad en medios masivos (televisión y prensa) y espoleada por la exigencia de ambiciosos objetivos de captación.

Desde otro punto de vista, los productos que se comercializan son cada vez más complejos, las frases publicitarias utilizadas en su promoción ocultan información relevante y las expectativas que generan poco tienen que ver con los resultados reales que alcanzan, observándose una falta de transparencia que justamente debería de ser la piedra angular de este sector.

Así las cosas, hasta ahora la capacidad de elección por parte del inversor es prácticamente inexistente, salvo excepciones¹³⁸, y la posibilidad de asesoramiento está limitada a los clientes de banca personal o privada, aunque es indudable que la cultura financiera de los ahorradores españoles ha experimentado una evolución notable que debe seguir mejorando en el futuro. “El inversor español puede haber sido más conservador o menos exigente por su menor experiencia, pero no hay razón para que lo siga siendo. En condiciones normales será cada vez más sofisticado y contribuirá a que el mercado sea más eficiente”¹³⁹.

Aunque no es lo habitual, en este caso parece que el legislador se anticipa al mercado. En este sentido, la entrada en vigor de la Ley 35/2003 que abre las puertas a nuevos productos, puede representar un revulsivo para modernizar el sector, garantizar su transparencia y lograr de este modo un mayor nivel de competitividad y una mayor presencia de estructuras de distribución con “arquitecturas abiertas”¹⁴⁰, así como la

¹³⁷ En la práctica, la capacidad de asesoramiento está limitada a la Banca Privada cuya incidencia en el mercado es todavía muy reducida.

¹³⁸ Un escenario de mayor competitividad parecía iniciarse a partir de enero de 2003 con el fin del “peaje fiscal” y la posibilidad de que el partícipe pudiera cambiar su inversión a otra IIC, sin tributar por esa reinversión. Sin embargo, el inversor de fondos ha utilizado en escasa medida esta posibilidad y parte de las iniciativas en este sentido han sido estimuladas por las redes comerciales de las propias entidades sobre los partícipes de otros fondos de gestoras propias para cubrir los objetivos de “productos garantizados de campaña”, agotado en parte el filón que representaban los titulares de depósitos bancarios tradicionales.

¹³⁹ Miguel Rodríguez y Nuño Rodrigo. “La paradoja de la inversión colectiva”. *Cinco Días*. 11-7-05.

¹⁴⁰ Una arquitectura abierta es aquella en la que el distribuidor vende fondos de varias gestoras y el inversor tiene una amplia gama donde elegir. Actualmente la mayor parte de los grandes comercializadores se limitan a vender los fondos de sus propias gestoras y sólo practican en parte esta política distribuidores independientes, así como la banca privada y personal, aunque en este sentido, la Caja de Ahorros de Madrid es la primera entidad importante que ha anunciado que su red comercial venderá fondos de varias gestoras.

generalización de la oferta de fondos extranjeros, cuyo crecimiento ya es apreciable, aunque el hecho de que sólo dos grupos bancarios (SCH y BBVA) concentren el 45% de la cuota de mercado de esta industria, potenciada con las recientes fusiones, limita en cierto modo la capacidad de elevar la competencia real en este sector.

El futuro pasa por mejorar el proceso de distribución elevando sustancialmente la formación de la red de ventas, reducir las comisiones aplicadas a los productos más conservadores, dotar de mayor claridad y transparencia a la información dirigida al inversor, potenciar el asesoramiento y lograr un asentamiento más plural de la competencia con una mayor presencia de canales de distribución de arquitectura abierta evitando el dirigir y concentrar la demanda hacia determinados productos de campaña, adaptando los productos de acuerdo con las preferencias manifestadas por los potenciales partícipes.

3.3.6. Anexo publicitario

A continuación, se incluyen una serie de anuncios en prensa que constituyen una muestra representativa de las campañas publicitarias llevadas a cabo a partir de la década de los ochenta y a las que se hizo referencia en los epígrafes anteriores.

Figura 3.1. Fecha 1985.

CALCULE LO QUE PUEDE SER JUBILARSE MILLONARIO

Con la "Cuenta Individual de Jubilación" le proponemos un gran plan: ahorrar una cómoda cantidad mensual y jubilarse con muchos millones.

Ejemplo: Si tiene Vd. 35 años y ahorra 5.000 ptas. cada mes, acumuladas en un 10% anual, suponiendo una rentabilidad del 11%, le permitirá jubilarse a los 65 años con 25 millones de pesetas.

¿Que puede ahorrar más? Mejor aún: 10.000 pesetas, por ejemplo, le reportará 70 millones. Y si tiene otra edad, no le problema: compruebe en el cuadro de ejemplos que viene con Vd. una solución millonaria.

Edad actual	Cuota mensual*	Capital final*
35 años	5.000 ptas.	34.573.189 ptas.
35 años	10.000 ptas.	69.146.369 ptas.
40 años	5.000 ptas.	17.473.263 ptas.
40 años	10.000 ptas.	34.946.526 ptas.
45 años	10.000 ptas.	18.968.009 ptas.
50 años	20.000 ptas.	15.426.400 ptas.

* Jubilándose a los 65 años, acumulando en un 10% anual la cuota mensual inicial y suponiendo una rentabilidad anual del 11% en la forma indicada.

* ¿Que ventaja? Por supuesto. Con nuestro plan Vd. fija su cuota de ahorro desde 5.000 ptas. También fija los plazos de cada pago y el tiempo de duración del plan.

CUENTA INDIVIDUAL DE JUBILACIÓN
LA SOLUCIÓN MILLONARIA

Banco Hispanoamericano

Figura 3.2. Fecha 1986.

Su Emisión permanente de RENTA FIJA.

Invierta en RENTFONDO.

EL FONDO DE RENTA FIJA QUE ADMINISTRA HISPANOGESTION

En Madrid contacte con la Sra. Margarita Vinagre

(91) 435 41 81

Si lo prefiere, envíenos este cupón e HISPANOGESTION se pondrá en contacto con usted.

Nombre _____
Dirección _____
Ciudad _____

HISPANOGESTION S.A.
Sociedad Gestora
Grupo Banco Hispanoamericano
Oficina Central: Pº Castellana, 42, 3º 28046 MADRID.


Figura 3.3. Fecha 20-11-90.

FONDTESORO

Recupera tu dinero cuando quieras


LIBERTAD

Un beneficio más de la **nueva fórmula de inversión colectiva**: FONDTESORO. Un diseño a la medida de nuestra Sociedad de 1990. Para que cualquiera, muchos, todos, puedan convertir su pequeño ahorro en una buena inversión, **por el interés común**. Con FONDTESORO, la libertad de acción para tu dinero es total. Recuperar tu dinero cuando quieras. En hora. Toda tu inversión o sólo los rendimientos que te ha producido. ¡No te pides que tu dinero esté seguro a mano? Ecco, en términos financieros, se llama **liquidez total**. ¿Cómo participar? Hay un grupo numeroso de Sociedades Gestoras* de Fondtesoro, repartidos por todo el país. Allí, tu dinero se refuerza con el de otros inversores, como tú y empieza a trabajar. ¿Pero hay que poner? ¡Cuanto quieras, cuanto necesites! El límite es de 50.000 pesetas para participar.



tipos impositivos pueden ser menores, y se puede deducir de la cuota del IRPF el 10 por ciento de las plusvalías obtenidas.

¿Cómo maneja tu dinero? Profesionales. De esta forma, la rentabilidad está al máximo nivel. Combinar las distintas posibilidades de los productos del Tesoro, y te informan, puntualmente. **Para que no tengas que preocuparte de nada**. Cuanto más ganas tú, más ganan ellos. ¿Cómo enterarse de más detalles? Por un teléfono de llamada gratuita 900 10 50 50, o, directamente, en cualquiera de las Sociedades Gestoras*.



FONDTESORO
la inversión de interés común.

en un FIM, de 200.000 pesetas para hacerlo en un FIMAN. ¿Qué fiscalidad tiene? Con Fondtesoro tú decides cuándo pagar impuestos por el IRPF. Los beneficios que obtienes son plusvalías. Por tanto: No hay retenciones, se reduce fiscalmente mediante "coeficientes de corrección monetaria", se "anualizan", con lo que los

*Sociedades Gestoras Adhesión, S.A. (Sociedad de Inversión) en el FIMAN. 1990. 1991. 1992. 1993. 1994. 1995. 1996. 1997. 1998. 1999. 2000. 2001. 2002. 2003. 2004. 2005. 2006. 2007. 2008. 2009. 2010. 2011. 2012. 2013. 2014. 2015. 2016. 2017. 2018. 2019. 2020. 2021. 2022. 2023. 2024. 2025. 2026. 2027. 2028. 2029. 2030. 2031. 2032. 2033. 2034. 2035. 2036. 2037. 2038. 2039. 2040. 2041. 2042. 2043. 2044. 2045. 2046. 2047. 2048. 2049. 2050. 2051. 2052. 2053. 2054. 2055. 2056. 2057. 2058. 2059. 2060. 2061. 2062. 2063. 2064. 2065. 2066. 2067. 2068. 2069. 2070. 2071. 2072. 2073. 2074. 2075. 2076. 2077. 2078. 2079. 2080. 2081. 2082. 2083. 2084. 2085. 2086. 2087. 2088. 2089. 2090. 2091. 2092. 2093. 2094. 2095. 2096. 2097. 2098. 2099. 2100. 2101. 2102. 2103. 2104. 2105. 2106. 2107. 2108. 2109. 2110. 2111. 2112. 2113. 2114. 2115. 2116. 2117. 2118. 2119. 2120. 2121. 2122. 2123. 2124. 2125. 2126. 2127. 2128. 2129. 2130. 2131. 2132. 2133. 2134. 2135. 2136. 2137. 2138. 2139. 2140. 2141. 2142. 2143. 2144. 2145. 2146. 2147. 2148. 2149. 2150. 2151. 2152. 2153. 2154. 2155. 2156. 2157. 2158. 2159. 2160. 2161. 2162. 2163. 2164. 2165. 2166. 2167. 2168. 2169. 2170. 2171. 2172. 2173. 2174. 2175. 2176. 2177. 2178. 2179. 2180. 2181. 2182. 2183. 2184. 2185. 2186. 2187. 2188. 2189. 2190. 2191. 2192. 2193. 2194. 2195. 2196. 2197. 2198. 2199. 2200. 2201. 2202. 2203. 2204. 2205. 2206. 2207. 2208. 2209. 2210. 2211. 2212. 2213. 2214. 2215. 2216. 2217. 2218. 2219. 2220. 2221. 2222. 2223. 2224. 2225. 2226. 2227. 2228. 2229. 2230. 2231. 2232. 2233. 2234. 2235. 2236. 2237. 2238. 2239. 2240. 2241. 2242. 2243. 2244. 2245. 2246. 2247. 2248. 2249. 2250. 2251. 2252. 2253. 2254. 2255. 2256. 2257. 2258. 2259. 2260. 2261. 2262. 2263. 2264. 2265. 2266. 2267. 2268. 2269. 2270. 2271. 2272. 2273. 2274. 2275. 2276. 2277. 2278. 2279. 2280. 2281. 2282. 2283. 2284. 2285. 2286. 2287. 2288. 2289. 2290. 2291. 2292. 2293. 2294. 2295. 2296. 2297. 2298. 2299. 2300. 2301. 2302. 2303. 2304. 2305. 2306. 2307. 2308. 2309. 2310. 2311. 2312. 2313. 2314. 2315. 2316. 2317. 2318. 2319. 2320. 2321. 2322. 2323. 2324. 2325. 2326. 2327. 2328. 2329. 2330. 2331. 2332. 2333. 2334. 2335. 2336. 2337. 2338. 2339. 2340. 2341. 2342. 2343. 2344. 2345. 2346. 2347. 2348. 2349. 2350. 2351. 2352. 2353. 2354. 2355. 2356. 2357. 2358. 2359. 2360. 2361. 2362. 2363. 2364. 2365. 2366. 2367. 2368. 2369. 2370. 2371. 2372. 2373. 2374. 2375. 2376. 2377. 2378. 2379. 2380. 2381. 2382. 2383. 2384. 2385. 2386. 2387. 2388. 2389. 2390. 2391. 2392. 2393. 2394. 2395. 2396. 2397. 2398. 2399. 2400. 2401. 2402. 2403. 2404. 2405. 2406. 2407. 2408. 2409. 2410. 2411. 2412. 2413. 2414. 2415. 2416. 2417. 2418. 2419. 2420. 2421. 2422. 2423. 2424. 2425. 2426. 2427. 2428. 2429. 2430. 2431. 2432. 2433. 2434. 2435. 2436. 2437. 2438. 2439. 2440. 2441. 2442. 2443. 2444. 2445. 2446. 2447. 2448. 2449. 2450. 2451. 2452. 2453. 2454. 2455. 2456. 2457. 2458. 2459. 2460. 2461. 2462. 2463. 2464. 2465. 2466. 2467. 2468. 2469. 2470. 2471. 2472. 2473. 2474. 2475. 2476. 2477. 2478. 2479. 2480. 2481. 2482. 2483. 2484. 2485. 2486. 2487. 2488. 2489. 2490. 2491. 2492. 2493. 2494. 2495. 2496. 2497. 2498. 2499. 2500. 2501. 2502. 2503. 2504. 2505. 2506. 2507. 2508. 2509. 2510. 2511. 2512. 2513. 2514. 2515. 2516. 2517. 2518. 2519. 2520. 2521. 2522. 2523. 2524. 2525. 2526. 2527. 2528. 2529. 2530. 2531. 2532. 2533. 2534. 2535. 2536. 2537. 2538. 2539. 2540. 2541. 2542. 2543. 2544. 2545. 2546. 2547. 2548. 2549. 2550. 2551. 2552. 2553. 2554. 2555. 2556. 2557. 2558. 2559. 2560. 2561. 2562. 2563. 2564. 2565. 2566. 2567. 2568. 2569. 2570. 2571. 2572. 2573. 2574. 2575. 2576. 2577. 2578. 2579. 2580. 2581. 2582. 2583. 2584. 2585. 2586. 2587. 2588. 2589. 2590. 2591. 2592. 2593. 2594. 2595. 2596. 2597. 2598. 2599. 2600. 2601. 2602. 2603. 2604. 2605. 2606. 2607. 2608. 2609. 2610. 2611. 2612. 2613. 2614. 2615. 2616. 2617. 2618. 2619. 2620. 2621. 2622. 2623. 2624. 2625. 2626. 2627. 2628. 2629. 2630. 2631. 2632. 2633. 2634. 2635. 2636. 2637. 2638. 2639. 2640. 2641. 2642. 2643. 2644. 2645. 2646. 2647. 2648. 2649. 2650. 2651. 2652. 2653. 2654. 2655. 2656. 2657. 2658. 2659. 2660. 2661. 2662. 2663. 2664. 2665. 2666. 2667. 2668. 2669. 2670. 2671. 2672. 2673. 2674. 2675. 2676. 2677. 2678. 2679. 2680. 2681. 2682. 2683. 2684. 2685. 2686. 2687. 2688. 2689. 2690. 2691. 2692. 2693. 2694. 2695. 2696. 2697. 2698. 2699. 2700. 2701. 2702. 2703. 2704. 2705. 2706. 2707. 2708. 2709. 2710. 2711. 2712. 2713. 2714. 2715. 2716. 2717. 2718. 2719. 2720. 2721. 2722. 2723. 2724. 2725. 2726. 2727. 2728. 2729. 2730. 2731. 2732. 2733. 2734. 2735. 2736. 2737. 2738. 2739. 2740. 2741. 2742. 2743. 2744. 2745. 2746. 2747. 2748. 2749. 2750. 2751. 2752. 2753. 2754. 2755. 2756. 2757. 2758. 2759. 2760. 2761. 2762. 2763. 2764. 2765. 2766. 2767. 2768. 2769. 2770. 2771. 2772. 2773. 2774. 2775. 2776. 2777. 2778. 2779. 2780. 2781. 2782. 2783. 2784. 2785. 2786. 2787. 2788. 2789. 2790. 2791. 2792. 2793. 2794. 2795. 2796. 2797. 2798. 2799. 2800. 2801. 2802. 2803. 2804. 2805. 2806. 2807. 2808. 2809. 2810. 2811. 2812. 2813. 2814. 2815. 2816. 2817. 2818. 2819. 2820. 2821. 2822. 2823. 2824. 2825. 2826. 2827. 2828. 2829. 2830. 2831. 2832. 2833. 2834. 2835. 2836. 2837. 2838. 2839. 2840. 2841. 2842. 2843. 2844. 2845. 2846. 2847. 2848. 2849. 2850. 2851. 2852. 2853. 2854. 2855. 2856. 2857. 2858. 2859. 2860. 2861. 2862. 2863. 2864. 2865. 2866. 2867. 2868. 2869. 2870. 2871. 2872. 2873. 2874. 2875. 2876. 2877. 2878. 2879. 2880. 2881. 2882. 2883. 2884. 2885. 2886. 2887. 2888. 2889. 2890. 2891. 2892. 2893. 2894. 2895. 2896. 2897. 2898. 2899. 2900. 2901. 2902. 2903. 2904. 2905. 2906. 2907. 2908. 2909. 2910. 2911. 2912. 2913. 2914. 2915. 2916. 2917. 2918. 2919. 2920. 2921. 2922. 2923. 2924. 2925. 2926. 2927. 2928. 2929. 2930. 2931. 2932. 2933. 2934. 2935. 2936. 2937. 2938. 2939. 2940. 2941. 2942. 2943. 2944. 2945. 2946. 2947. 2948. 2949. 2950. 2951. 2952. 2953. 2954. 2955. 2956. 2957. 2958. 2959. 2960. 2961. 2962. 2963. 2964. 2965. 2966. 2967. 2968. 2969. 2970. 2971. 2972. 2973. 2974. 2975. 2976. 2977. 2978. 2979. 2980. 2981. 2982. 2983. 2984. 2985. 2986. 2987. 2988. 2989. 2990. 2991. 2992. 2993. 2994. 2995. 2996. 2997. 2998. 2999. 3000. 3001. 3002. 3003. 3004. 3005. 3006. 3007. 3008. 3009. 3010. 3011. 3012. 3013. 3014. 3015. 3016. 3017. 3018. 3019. 3020. 3021. 3022. 3023. 3024. 3025. 3026. 3027. 3028. 3029. 3030. 3031. 3032. 3033. 3034. 3035. 3036. 3037. 3038. 3039. 3040. 3041. 3042. 3043. 3044. 3045. 3046. 3047. 3048. 3049. 3050. 3051. 3052. 3053. 3054. 3055. 3056. 3057. 3058. 3059. 3060. 3061. 3062. 3063. 3064. 3065. 3066. 3067. 3068. 3069. 3070. 3071. 3072. 3073. 3074. 3075. 3076. 3077. 3078. 3079. 3080. 3081. 3082. 3083. 3084. 3085. 3086. 3087. 3088. 3089. 3090. 3091. 3092. 3093. 3094. 3095. 3096. 3097. 3098. 3099. 3100. 3101. 3102. 3103. 3104. 3105. 3106. 3107. 3108. 3109. 3110. 3111. 3112. 3113. 3114. 3115. 3116. 3117. 3118. 3119. 3120. 3121. 3122. 3123. 3124. 3125. 3126. 3127. 3128. 3129. 3130. 3131. 3132. 3133. 3134. 3135. 3136. 3137. 3138. 3139. 3140. 3141. 3142. 3143. 3144. 3145. 3146. 3147. 3148. 3149. 3150. 3151. 3152. 3153. 3154. 3155. 3156. 3157. 3158. 3159. 3160. 3161. 3162. 3163. 3164. 3165. 3166. 3167. 3168. 3169. 3170. 3171. 3172. 3173. 3174. 3175. 3176. 3177. 3178. 3179. 3180. 3181. 3182. 3183. 3184. 3185. 3186. 3187. 3188. 3189. 3190. 3191. 3192. 3193. 3194. 3195. 3196. 3197. 3198. 3199. 3200. 3201. 3202. 3203. 3204. 3205. 3206. 3207. 3208. 3209. 3210. 3211. 3212. 3213. 3214. 3215. 3216. 3217. 3218. 3219. 3220. 3221. 3222. 3223. 3224. 3225. 3226. 3227. 3228. 3229. 3230. 3231. 3232. 3233. 3234. 3235. 3236. 3237. 3238. 3239. 3240. 3241. 3242. 3243. 3244. 3245. 3246. 3247. 3248. 3249. 3250. 3251. 3252. 3253. 3254. 3255. 3256. 3257. 3258. 3259. 3260. 3261. 3262. 3263. 3264. 3265. 3266. 3267. 3268. 3269. 3270. 3271. 3272. 3273. 3274. 3275. 3276. 3277. 3278. 3279. 3280. 3281. 3282. 3283. 3284. 3285. 3286. 3287. 3288. 3289. 3290. 3291. 3292. 3293. 3294. 3295. 3296. 3297. 3298. 3299. 3300. 3301. 3302. 3303. 3304. 3305. 3306. 3307. 3308. 3309. 3310. 3311. 3312. 3313. 3314. 3315. 3316. 3317. 3318. 3319. 3320. 3321. 3322. 3323. 3324. 3325. 3326. 3327. 3328. 3329. 3330. 3331. 3332. 3333. 3334. 3335. 3336. 3337. 3338. 3339. 3340. 3341. 3342. 3343. 3344. 3345. 3346. 3347. 3348. 3349. 3350. 3351. 3352. 3353. 3354. 3355. 3356. 3357. 3358. 3359. 3360. 3361. 3362. 3363. 3364. 3365. 3366. 3367. 3368. 3369. 3370. 3371. 3372. 3373. 3374. 3375. 3376. 3377. 3378. 3379. 3380. 3381. 3382. 3383. 3384. 3385. 3386. 3387. 3388. 3389. 3390. 3391. 3392. 3393. 3394. 3395. 3396. 3397. 3398. 3399. 3400. 3401. 3402. 3403. 3404. 3405. 3406. 3407. 3408. 3409. 3410. 3411. 3412. 3413. 3414. 3415. 3416. 3417. 3418. 3419. 3420. 3421. 3422. 3423. 3424. 3425. 3426. 3427. 3428. 3429. 3430. 3431. 3432. 3433. 3434. 3435. 3436. 3437. 3438. 3439. 3440. 3441. 3442. 3443. 3444. 3445. 3446. 3447. 3448. 3449. 3450. 3451. 3452. 3453. 3454. 3455. 3456. 3457. 3458. 3459. 3460. 3461. 3462. 3463. 3464. 3465. 3466. 3467. 3468. 3469. 3470. 3471. 3472. 3473. 3474. 3475. 3476. 3477. 3478. 3479. 3480. 3481. 3482. 3483. 3484. 3485. 3486. 3487. 3488. 3489. 3490. 3491. 3492. 3493. 3494. 3495. 3496. 3497. 3498. 3499. 3500. 3501. 3502. 3503. 3504. 3505. 3506. 3507. 3508. 3509. 3510. 3511. 3512. 3513. 3514. 3515. 3516. 3517. 3518. 3519. 3520. 3521. 3522. 3523. 3524. 3525. 3526. 3527. 3528. 3529. 3530. 3531. 3532. 3533. 3534. 3535. 3536. 3537. 3538. 3539. 3540. 3541. 3542. 3543. 3544. 3545. 3546. 3547. 3548. 3549. 3550. 3551. 3552. 3553. 3554. 3555. 3556. 3557. 3558. 3559. 3560. 3561. 3562. 3563. 3564. 3565. 3566. 3567. 3568. 3569. 3570. 3571. 3572. 3573. 3574. 3575. 3576. 3577. 3578. 3579. 3580. 3581. 3582. 3583. 3584. 3585. 3586. 3587. 3588. 3589. 3590. 3591. 3592. 3593. 3594. 3595. 3596. 3597. 3598. 3599. 3600. 3601. 3602. 3603. 3604. 3605. 3606. 3607. 3608. 3609. 3610. 3611. 3612. 3613. 3614. 3615. 3616. 3617. 3618. 3619. 3620. 3621. 3622. 3623. 3624. 3625. 3626. 3627. 3628. 3629. 3630. 3631. 3632. 3633. 3634. 3635. 3636. 3637. 3638. 3639. 3640. 3641. 3642. 3643. 3644. 3645. 3646. 3647. 3648. 3649. 3650. 3651. 3652. 3653. 3654. 3655. 3656. 3657. 3658. 3659. 3660. 3661. 3662. 3663. 3664. 3665. 3666. 3667. 3668. 3669. 3670. 3671. 3672. 3673. 3674. 3675. 3676. 3677. 3678. 3679. 3680. 3681. 3682. 3683. 3684. 3685. 3686. 3687. 3688. 3689. 3690. 3691. 3692. 3693. 3694. 3695. 3696. 3697. 3698. 3699. 3700. 3701. 3702. 3703. 3704. 3705. 3706. 3707. 3708. 3709. 3710. 3711. 3712. 3713. 3714. 3715. 3716. 3717. 3718. 3719. 3720. 3721. 3722. 3723. 3724. 3725. 3726. 3727. 3728. 3729. 3730. 3731. 3732. 3733. 3734. 3735. 3736. 3737. 3738. 3739. 3740. 3741. 3742. 3743. 3744. 3745. 3746. 3747. 3748. 3749. 3750. 3751. 3752. 3753. 3754. 3755. 3756. 3757. 3758. 3759. 3760. 3761. 3762. 3763. 3764. 3765. 3766. 3767. 3768. 3769. 3770. 3771. 3772. 3773. 3774. 3775. 3776. 3777. 3778. 3779. 3780. 3781. 3782. 3783. 3784. 3785. 3786. 3787. 3788. 3789. 3790. 3791. 3792. 3793. 3794. 3795. 3796. 3797. 3798. 3799. 3800. 3801. 3802. 3803. 3804. 3805. 3806. 3807. 3808. 3809. 3810. 3811. 3812. 3813. 3814. 3815. 3816. 3817. 3818. 3819. 3820. 3821. 3822. 3823. 3824. 3825. 3826. 3827. 3828. 3829. 3830. 3831. 3832. 3833. 3834. 3835. 3836. 3837. 3838. 3839. 3840. 3841. 3842. 3843. 3844. 3845. 3846. 3847. 3848. 3849. 3850. 3851. 3852. 3853. 3854. 3855. 3856. 3857. 3858. 3859. 3860. 3861. 3862. 3863. 3864. 3865. 3866. 3867. 3868. 3869. 3870. 3871. 3872. 3873. 3874. 3875. 3876. 3877. 3878. 3879. 3880. 3881. 3882. 3883. 3884. 3885. 3886. 3887. 3888. 3889. 3890. 3891. 3892. 3893. 3894. 3895. 3896. 3897. 3898. 3899. 3900. 3901. 3902. 3903. 3904. 3905. 3906. 3907. 3908. 3909. 3910. 3911. 3912. 3913. 3914. 3915. 3916. 3917. 3918. 391


Figura 3.8. Fecha 3-4-92.

[illegible]

Figura 3.10. Fecha 22-4-93.

[illegible]

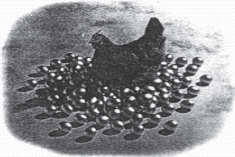
Figura 3.11. Fecha 19-9-91.



EL CAPITAL

Esto no es un anuncio, es una noticia.
Para todos aquellos que trabajan duro
cada mes para conseguir un poco más de
dinero del que necesitan para vivir.
Y están reuniendo un capital.
Para todos los que, año tras año,
han invertido ese capital en algún
producto financiero que
les da unos buenos intereses y, lejos
de estropearlo, lo va creciendo.
Para todos los que, al año siguiente, tienen
que pagar impuestos por unos rendimientos
que con tanto esfuerzo trabajan de acumular.
¿Existe una solución?

Figura 3.12. Fecha 19-9-91.




LA RENTABILIDAD

Le suprimen que se pare un instante a
pensar qué es lo que está obteniendo
actualmente a cambio de su capital.
Y sea sincero, ¿está satisfecho?
Cualquiera viene no se le preguntado aquello
de ¿qué? que no inventa ningún
producto financiero que me permita
invertir mi dinero con las máximas
garantías para estar tranquilo, con una alta
rentabilidad para ganar más dinero,
y con la mejor fiscalidad posible para
pagar menos impuestos?.

En otras palabras, la gallina de los huevos
de oro. Un tipo de inversión que pareciera
diseñada por los mismos inversores
en su propio beneficio.
¿Fantasía o realidad?

Figura 3.13. Fecha 19-9-91.



Actualmente usted tributa por todos
los intereses obtenidos por su capital
aunque decida no retirarlos.
Y es que hasta ahora no le habían ofrecido
una fórmula de inversión basada en una
premisa tan sencilla como sorprendente:
por muchos rendimientos que obtenga por
su capital, no pagará impuestos mientras
mantenga su inversión.
¿Quién cree que puede haber diseñado
un producto así?

¡LOS IMPUESTOS!

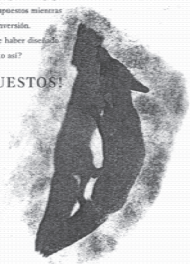



Figura 3.14. Fecha 19-9-91.

El Banco Bilbao Vizcaya pone ahora
a su alcance una fórmula de inversión
que dará la vuelta a su idea habitual
de invertir el dinero.
Porque le permite ver aumentar su capital
a la vez que ve reducidos sus impuestos.

Y LOS SUPERFONDOS BBV



Los **SUPERFONDOS BBV** le permiten invertir
su capital y verlo crecer rápidamente. Ya
que al tratarse de un fondo de acumulación,
todos los rendimientos pasan a engrosar
asimétricamente el capital.
Los **SUPERFONDOS BBV** tributan por
plusvalías. Por eso, durante la vida de
su inversión, los rendimientos de su
capital carecen de retención fiscal
y no tributan el IRPF.
Así que, cuanto mayor sea el plazo que la
haya mantenido, menores serán los
impuestos a pagar, llegando incluso
el momento en que no tenga
que pagar ni un duro.

Los **SUPERFONDOS BBV** ofrecen liquidez
absoluta. Puede disponer de su dinero
en cualquier momento.

Los **SUPERFONDOS BBV** ponen a su servicio la
solidez, la facilidad de acceso, la seguridad y
la gestión profesional de excelentes expertos
en inversiones de este país.

SUPERFONDOS BBV

Ganará más dinero.
Pagará menos impuestos.

GRUPO BILBAO VIZCAYA BBV
Asesorados por BBV Capital

Figura 3.15. Fecha 21-9-91.

EL PARAISO FISCAL



SUPERFONDO SANTANDER

ALTO INTERES • MENOS IMPUESTOS



Banco Santander

Gesbansander S.G. I.L.C.

LLAME AL 900 17 17 17

Figura 3.16. Fecha 30-7-93.

FONDOS DE INVERSION SANTANDER

SANTANDER TESORERIA

SANTANDER DINERO FONDOSORO

SUPERFONDO SANTANDER

SANTANDER AHORRO

SANTANDER FONDOSORO

SANTANDER ACCIONES

SANTANDER DIVIDENDO

SANTANDER FUTURO

SANTANDER PATRIMONIO

SANTANDER 80/20

SUPERFONDO SANTANDER II

SANTANDER SPANIEINFONDEN

SANTANDER EUROPA

INVERBANSER

Lider en Fondos de Inversión

Hemos llegado al billón

■ 1 billón de ptas. de patrimonio en Fondos de Inversión. La primera entidad en España que lo ha conseguido. Todo un récord del Santander.

■ Más de 220.000 personas han confiado en nosotros. El mayor número de clientes en fondos de inversión.

■ Líderes en RENTABILIDAD: **14.01%**

T.A.E.* de media ponderada entre todos los fondos del Grupo Santander.

Si usted uno de nuestros clientes, enhorabuena. Ha elegido bien.

Si aún no lo es, todavía nos queda mucho fondo.

Venga al Santander.

*Rentabilidad del patrimonio a 30 días. No garantiza resultados futuros.



Grupo Santander

Figura 3.17. Fecha 8-10-91.

**TODOS
LOS FONDOS
DE INVERSION
TIENEN
LOS MISMOS
BENEFICIOS
FISCALES.**

Figura 3.18. Fecha 8-10-91.

**NO TODOS
LOS FONDOS
DE INVERSION
OBTIENEN
LOS MISMOS
RESULTADOS.**

A la hora de invertir, analice la rentabilidad, la profesionalidad, la experiencia.

Esja estos argumentos.


Los argumentos que presenta el Banco Hispano-Americano. Una gestión que da resultado tal y como puede comprobar en el ranking adjunto del último período enero-septiembre 1991.

Allí tiene la diferencia.

La diferencia que desde hace más de 20 años viene marcando el Banco Hispano-Americano en Fondos de Inversión, a través de Hispanagestión, S.A. fundada en 1969.

Venga a informarse al Banco Hispano-Americano.

Da resultado.



LOS PRIMEROS EN EL RANKING

Banco Hispano-Americano

Figura 3.19. Fecha 20-11-95.

FONDOS DE INVERSIÓN GARANTIZADOS

Sí o Sí



30%
REVALORIZACIÓN GARANTIZADA
Central Hispano 1998
3 AÑOS

50%
REVALORIZACIÓN GARANTIZADA
Central Hispano 2000
5 AÑOS

Los nuevos fondos de inversión CENTRAL HISPANO 1998 FIM, y CENTRAL HISPANO 2000 FIM, le ofrecen una revalorización máxima garantizada. Desde el 1.º de enero de 1998, podrá obtener cualquier día de cada uno de los fondos, un 30% de revalorización en el caso de CENTRAL HISPANO 1998 FIM, y un 50% de revalorización en el caso de CENTRAL HISPANO 2000 FIM, en un plazo de 3 años y 5 meses, respectivamente. Además, el 30% de revalorización de CENTRAL HISPANO 1998 FIM, y el 50% de revalorización de CENTRAL HISPANO 2000 FIM, se aplicará a la revalorización de los fondos, y no a la revalorización de los fondos. Y recuerde que cuando mayor sea su suma de participaciones, mayor será la revalorización financiera fiscal obtenida. El día antes del 31 de noviembre de 1998, CENTRAL HISPANO 1998 FIM, y CENTRAL HISPANO 2000 FIM, le garantizan la revalorización máxima, hasta el límite de su dinero garantizado.

El futuro de su dinero garantizado

Suscribálos ya en cualquier sucursal del Banco Central Hispano o envíelos en el **602 24 24 24**

Sólo hasta el 24 de noviembre

 **Central Hispano Gestión**
GRUPO CENTRAL HISPANO

Figura 3.20. Fecha 1995.

Estos Fondos tienen ventajas fiscales fuera de toda duda.



BBV BONO 98 FIM
Por cada participación
obtendrá, como mínimo,
132.000 ptas.
A los 3 años.



BBV BONO 2000 FIM
Por cada participación
obtendrá, como mínimo,
160.000 ptas.
A los 5 años.



BBV BONO 2005 FIM
Por cada participación
obtendrá, como mínimo,
230.000 ptas.
A los 10 años.

FONDOS GARANTIZADOS BBV


Constituidos y domiciliados en España.

Los primeros Fondos en España que, además de sus ventajas fiscales, incorporan la **garantía de revalorización** otorgada por el Banco Bilbao Vizcaya.

Si desea más información llame a Línea BBV al 901-22 44 66.
A BBV GESTINNOVA al teléfono 91-374 33 03.
O diríjase a cualquier oficina del Banco Bilbao Vizcaya.


BBV GESTINNOVA
BBV
Grupo BBV

Figura 3.21. Fecha 11-1-98.




Fondos garantizados

Prepárese para ganar con los fondos garantizados de "la Caixa". Con **total seguridad**. Sin ningún tipo de riesgo. Porque, pase lo que pase, usted siempre tendrá garantizada una **rentabilidad segura**. También podrá



participar en la revalorización de diferentes índices bursátiles con la ventaja de que si suben usted se beneficiará, pero si bajan usted no perderá. Consulte, en cualquier oficina de "la Caixa", la oferta actual de fondos garantizados.

Figura 3.22. Fecha 11-1-98.




Fondos de renta fija

Conozca los fondos de inversión de "la Caixa". Dispondrá de la **más amplia gama** donde elegir. Si quiere consolidar su ahorro y formar un patrimonio, conozca nuestros fondos de renta fija.




Invierten principalmente en letras del Tesoro, en bonos y en obligaciones. Además de una **buena rentabilidad** podrá disfrutar de las **máximas ventajas fiscales**.

Figura 3.23. Fecha 11-1-98.




Fondos mixtos y de renta variable

Si quiere invertir en bolsa, conozca nuestros fondos de renta variable. Cuentan con la **experiencia y profesionalidad** de un equipo especializado en gestión. O si lo prefiere, puede invertir en fondos mixtos para




poder combinar las ventajas de la renta fija y la renta variable, confiando en la gestión experta que decide la distribución entre ambas y **aprovecha las mejores oportunidades del mercado**.

Figura 3.24. Fecha 11-1-98.



Fondos en divisas

Si quiere **diversificar** sus inversiones para así complementar su rentabilidad, descubra nuestros fondos en divisas: invierta en las **monedas más fuertes del mundo**.



Además, podrá disfrutar de las **máximas ventajas fiscales**. Venga a "la Caixa", díganos lo que quiere y le diremos cómo sacar el **máximo partido** a su dinero. Prepárese para ganar.

Figura 3.25. Fecha 25-5-2001.



Fondos Monetarios y de Renta Fija

Fondos Mixtos

Fondos Sectoriales

Fondos Renta Variable

Fondos de Fondos

Fondos Selección

Fondos Internacionales

Fondos Garantizados

FONDOS DE INVERSIÓN EUROVALOR

Los Fondos de Inversión Eurovalor están gestionados por SOGEVAL, gestora decana de Fondos de Inversión.

Llevamos más de 30 años comercializando nuestros Fondos y le ofrecemos una gran variedad para que elija aquel que se adapte a su perfil de riesgo.

Si desea más información, contacte con nosotros en el 902 10 17 10 o visite cualquiera de nuestras sucursales.


ES LA HORA DE INVERTIR

www.bancopopular.es

GRUPO BANCO POPULAR

BANCO POPULAR ESPAÑA BANCO DE CÁDIZ BANCO DE CANTABRIA BANCO DE CASTELLÓN BANCO DE GARCÍA BANCO DE NAVARRA BANCO DE OLEA BANCO DE VIZCAYA

Figura 3.26. Fecha 9-10-97.



Mueva su **dinero** de una cartera de **fondos** a otra **sin** perder las **ventajas** fiscales acumuladas.

CARTERA CONSERVADORA

Los fondos en sus carteras se mantienen a la vez que los tipos de interés de mercado o en su lugar de inversión con alta seguridad.

CARTERA EQUILIBRADA

Investa que ofrece seguridad en sus carteras de inversión, los tipos de interés de mercado o en su lugar de inversión con alta seguridad.

CARTERA CRECIMIENTO

Busca el mayor crecimiento en sus carteras de inversión, los tipos de interés de mercado o en su lugar de inversión con alta seguridad.

CARTERA DIVERSIFICADA

Mixta de inversión de renta, por lo tanto, puede aprovechar las ventajas fiscales de cada uno de los fondos.

CARTERA AGRESIVA

Busca obtener la máxima rentabilidad en su cartera de inversión, los tipos de interés de mercado o en su lugar de inversión con alta seguridad.

PLAN PERSONAL-FONDO FLEXIBLE BARCLAYS

¿Cuántas veces se ha planteado cambiar su dinero de un fondo de inversión a otro y no lo ha hecho por no perder las ventajas fiscales acumuladas? Ahora le presentamos una alternativa de ahorro inversión que resuelve este problema: El Plan Personal-Fondo Flexible Barclays. Este producto se instrumenta a través de un seguro de vida y le permite, a partir de una aportación inicial de 4.000.000 de ptas., mover libremente su dinero de una cartera de fondos a otra, sin perder por ello la antigüedad ni las ventajas fiscales adquiridas. Como la rentabilidad de los fondos de inversión no está asegurada, usted podrá aprovechar al máximo las oportunidades del mercado financiero al moverse libremente entre carteras de fondos.

Acréguese a cualquiera de nuestras oficinas o llámenos al 900 123456 y le asesoraremos.

BARCLAYS

VIDA Y PENSIONES

BARCLAYS VIDA Y PENSIONES CIA. DE SEGUROS, S.A.

Figura 3.27. Fecha 9-10-2003.

INVERSIÓN MULTIELECCIÓN CAJA MADRID

DESDE 3000€

30% DE LA INVERSIÓN DEPÓSITO A 1 MES 8% TAE

70% DE LA INVERSIÓN FONDO PLUSMADRID INTERNACIONAL 15 ELECCIÓN FIM*

*Las inversiones en fondos están sujetas a las fluctuaciones del mercado y a otros riesgos inherentes a las inversiones en valores.

ASÍ LA QUIERO YO. ¿Y TÚ?

NOSOTROS TE ASESORAMOS. TÚ ELIGES.

CAJA MADRID presenta INVERSIÓN MULTIELECCIÓN. Una fórmula de inversión combinada que te permite elegir cuánto quieres invertir en un Depósito Fijo y cuánto en un Fondo, de acuerdo a un porcentaje que varía dependiendo de la TAE y el plazo que elijas para el Depósito. Además podrás elegir uno o más entre cuatro fondos. Ven a CAJA MADRID y nuestros expertos te asesorarán para conseguir tu inversión personalizada.



902 2 4 6 8 10

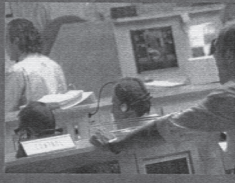

www.cajamadrid.es

Figura 3.28. Fecha 3-2-2004.

NUEVO FONDO SUPERGESTIÓN

EL FONDO MÁS ESPERADO DEL AÑO

Santander Central Hispano presenta el fondo más innovador del mercado que combina los activos más demandados, el Capital Garantizado, el control del Riesgo y la Gestión Activa y todo con una total Transparencia. Por fin terminó la espera.

Fondo Supergestión, un gran fondo, una gran idea.

XACOBEO 2004 GALICIA

Santander Central Hispano

EL VALOR DE LAS IDEAS

3.4. La estructura societaria de la inversión colectiva mobiliaria

Las sociedades de inversión son IIC que adoptan la forma de sociedad anónima y cuyo objeto social es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos¹⁴¹.

En la normativa española las IIC de carácter financiero que adopten la forma societaria toman el nombre de “Sociedades de Inversión de Capital Variable” (SICAV)¹⁴², su número de accionistas no deberá ser inferior a cien y, a diferencia de los fondos, están autorizadas a administrar directamente su patrimonio o cederla a un gestor externo y, aunque existen excepciones, en la práctica totalidad de los casos las SICAV suelen ceder la gestión de sus activos a terceros, ya que la capacidad del órgano de administración de cada SICAV no está al mismo nivel de profesionalidad que cabe suponerle a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) u otras entidades especializadas¹⁴³.

Un rasgo característico de la SICAV es su estructura abierta¹⁴⁴ dada la variabilidad de su capital, peculiaridad que las distinguía de las desaparecidas Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo (SIM), puesto que su capital social es susceptible de aumentar o disminuir entre los límites del capital estatutario máximo y el inicialmente fijado, mediante la compra y venta de sus propias acciones, sin necesidad de acuerdo de la Junta General de Accionistas.

Al igual que los fondos de inversión, la nueva normativa permite también a las SICAV tener compartimentos con distintas políticas de inversión y emitir diferentes series de acciones con su propio régimen de comisiones. La posibilidad de crear compartimentos con unos mínimos de 480.000 euros en patrimonio y 20 accionistas, amplía el segmento de los potenciales inversores, que hasta ahora estaba reservado a los grandes fortunas.

Para las carteras de valores de renta variable que se mueven frecuentemente, la opción de las SICAV y las SIIL resulta muy interesante debido al ahorro fiscal sobre la tributación en el IRPF (1% frente al 18%), sin embargo la SICAV puede resultar menos adecuada para las carteras más estables o para las que invierten a través de fondos porque soporta unos gastos de administración más elevados.

3.4.1. Evolución de las sociedades de inversión mobiliaria

Salvo excepciones, en nuestro país tanto la fórmula de la comunidad de bienes (fondos) como la societaria se caracterizan por su escasa dimensión individual que se traduce en la existencia de un gran número de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero. A pesar de que el desarrollo de las Sociedades fue posterior al de los fondos —que experimentaron un extraordinario crecimiento en la primera mitad de la década de los

¹⁴¹ Artículo 6.1 Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

¹⁴² Hasta la entrada en vigor de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, estas sociedades tomaban el nombre de “Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable” (SIMCAV).

¹⁴³ Si las funciones de gestión de los activos, administración y representación de la SICAV van unidas, sólo las SGIIC pueden realizarlas.

¹⁴⁴ El carácter abierto o variable es también una característica de los fondos de inversión, si bien el mecanismo en que se manifiesta tal característica es distinto en uno y otro caso.

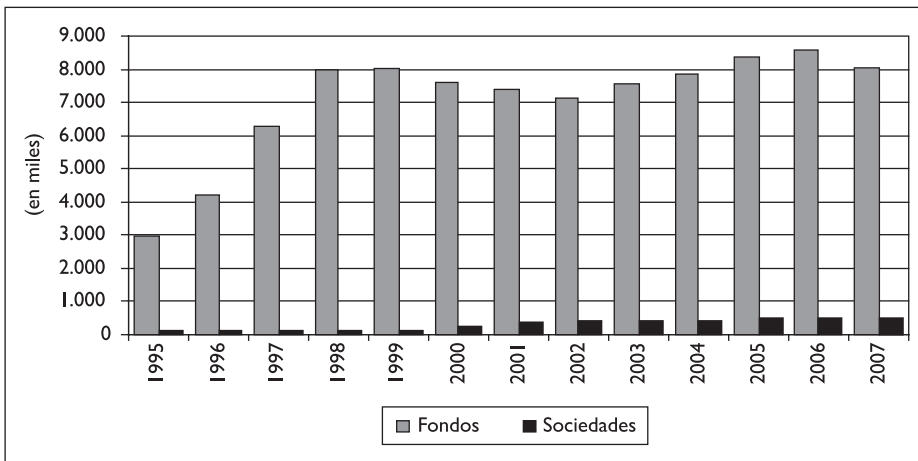
noventa— las Sociedades de Inversión Mobiliaria han ido ganando peso en relación a los fondos tanto en número de sociedades como accionistas¹⁴⁵ y patrimonio administrado, como se observa en la Tabla 3.11 y en los gráficos 3.3, 3.4 y 3.5. Esta tendencia se mantiene en 2008, como consecuencia del importante descenso en el patrimonio y número de partícipes de los fondos, mientras que las sociedades mantienen estable su número de accionistas y el patrimonio administrado experimenta una menor reducción.

Tabla 3.11. IIC de carácter financiero (patrimonio en millones de euros, partícipes y accionistas en miles).

Años	Fdos. Inv. Financ.			Socs. De inv.			% Socs. S/fdos.		
	Nº	Partíc.	Patrim.	Nº	Acc.	Patrim.	Nº	Acc.	Patrim.
1995	756	2.946	73.282	268	93	2.509	35,4	3,1	3,4
1996	969	4.291	112.440	285	90	3.202	29,3	2,1	2,8
1997	1.481	6.221	162.450	355	93	4.817	24,0	1,5	3,0
1998	1.881	7.988	203.774	591	102	8.129	31,4	1,3	4,0
1999	2.167	8.038	206.294	1.094	127	13.159	50,5	1,6	6,4
2000	2.467	7.693	186.068	1.670	187	15.439	67,7	2,4	8,3
2001	2.599	7.454	181.323	2.268	294	19.346	87,3	3,9	10,7
2002	2.538	7.090	174.735	2.775	338	18.900	109,3	4,8	10,8
2003	2.554	7.618	210.627	3.002	367	22.188	117,5	4,8	10,5
2004	2.621	7.880	236.088	3.097	381	25.103	118,2	4,8	10,6
2005	2.723	8.450	262.201	3.118	419	27.609	114,5	5,0	10,5
2006	2.857	8.638	270.407	3.150	410	30.153	110,3	4,7	11,2
2007	3.006	8.057	256.042	3.290	434	31.486	109,4	5,4	12,3

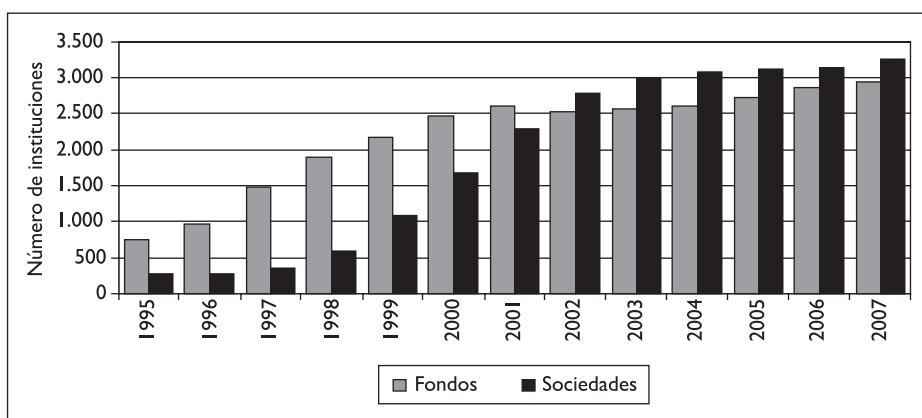
Fuente: CNMV.

Gráfico 3.3. Número de partícipes y accionistas de las IIC financieras.



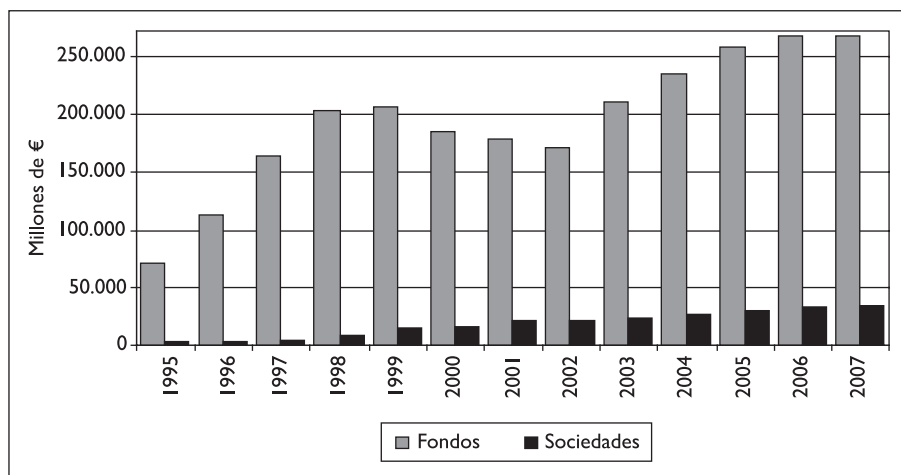
¹⁴⁵ La cifra oficial de partícipes y accionistas está distorsionada: en el caso de los fondos, porque es habitual el que un partícipe posea más de un fondo y en el caso de las SICAV por la exigencia de un mínimo de cien accionistas, muchos de ellos testimoniales.

Gráfico 3.4. Número de IIC de carácter financiero.



El crecimiento de las SICAV ha estado motivado fundamentalmente por razones fiscales, incorporando en su activo las participaciones accionariales de grandes patrimonios, que ven así reducida la tributación de sus rendimientos en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o, en su caso, en el Impuesto sobre Sociedades, con tipos más elevados que el reducido —casi simbólico— 1% al que están gravadas estas sociedades.

Gráfico 3.5. Patrimonio de las IIC de carácter financiero.



3.4.1.1. Las sociedades, el patrimonio y los accionistas

Las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Fijo (SIM), primeras en ser reguladas, mantuvieron estables sus cifras hasta 1998, fecha en que empezaron a declinar tomando el relevo las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV). Estas últimas apenas tuvieron presencia hasta 1997, siendo a partir de entonces, con el impulso comercializador de la Banca Privada, cuando se generaliza la creación de las SICAV por parte de grupos familiares con grandes patrimonios financieros como una fórmula eficaz y rentable para su administración, con las mismas ventajas

que los fondos y evitando al mismo tiempo la pérdida del control de las inversiones. La evolución de ambos tipos de sociedades (SIM y SICAV) figura reflejada en las tablas 3.12 y 3.13 y en los gráficos 3.6, 3.7 y 3.8.

Tabla 3.12. Evolución histórica de las SIM (patrimonio en millones de euros; participación media de accionistas en miles de euros).

Años	Nº SIM	Nº de accionistas	Patrimonio	Patrimonio medio	Nº medio de accionistas	Particip. media de accionistas
1989	250	ND	1.763	7,10	ND	ND
1990	272	ND	1.954	7,20	ND	ND
1991	270	94.537	2.102	7,80	350	22
1992	230	83.858	1.872	8,10	365	22
1993	224	74.610	2.137	9,50	333	29
1994	222	64.360	1.935	8,70	290	30
1995	215	59.627	1.936	9,00	277	32
1996	217	57.049	2.258	10,40	263	40
1997	218	53.625	2.695	12,40	246	50
1998	230	52.613	3.151	13,70	229	60
1999	211	50.127	3.327	15,80	238	66
2000	172	42.531	2.778	16,20	247	65
2001	153	39.922	2.491	16,30	261	62
2002	129	32.209	1.975	15,30	250	61
2003	108	30.245	2.025	18,80	280	67
2004	84	22.149	1.927	22,90	264	87
2005	48	9.876	858	17,90	206	87
2006	0	0	0	0,00	0	0

Fuente: CNMV.

Tabla 3.13. Evolución histórica de las SICAV (patrimonio en millones de euros; participación media de accionistas en miles de euros).

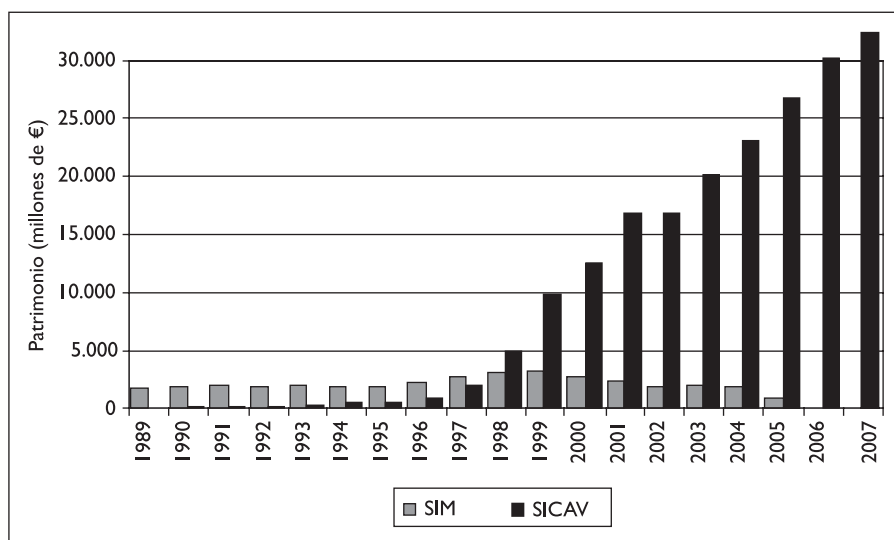
Años	Nº SICAV	Nº de accionistas	Patrimonio	Patrimonio medio	Nº medio de accionistas	Particip. media de accionistas
1989	8	ND	71	8,9	ND	ND
1990	10	ND	89	8,9	ND	ND
1991	19	2.287	148	7,8	120	65
1992	25	33.635	213	8,5	1.345	6
1993	27	26.139	356	13,2	968	14
1994	41	32.183	450	11,0	785	14

Continúa

Años	Nº SICAV	Nº de accionistas	Patrimonio	Patrimonio medio	Nº medio de accionistas	Particip. media de accionistas
1995	53	33.001	574	10,8	623	17
1996	68	33.286	944	13,9	490	28
1997	137	39.782	2.122	15,5	290	53
1998	361	49.331	4.978	13,8	137	101
1999	883	76.909	9.833	11,1	87	13
2000	1.498	144.204	12.661	8,4	96	88
2001	2.115	253.626	16.855	8,0	120	66
2002	2.646	305.867	16.926	6,4	116	55
2003	2.894	336.865	20.163	7,0	116	60
2004	3.013	359.151	23.176	7,7	119	65
2005	3.070	409.044	26.752	8,7	133	65
2006	3.149	410.403	30.153	9,6	130	73
2007	3.290	434.156	31.482	9,6	132	73

Fuente: CNMV.

Gráfico 3.6. Evolución del patrimonio de las SIM y SICAV.



Por tratarse en la mayoría de los casos, de sociedades creadas específicamente para proporcionar un ventajoso soporte jurídico a la administración de patrimonios financieros de carácter familiar, el número de accionistas que las componen suele ser muy reducido adaptándose en muchas ocasiones a las exigencias mínimas establecidas por la normativa en vigor (cien accionistas) para que puedan ser consideradas como una Institución de Inversión Colectiva.

Así, a 31-12-07 el 83% de las SICAV registradas en la CNMV no superaban los 150 accionistas. Del 17% restante, solo nueve rebasan los 1.000,

constituyendo una opción financiera que busca la participación de todo tipo de inversores y que parece estar de nuevo en auge. En este sentido ya existen experiencias antiguas, siendo uno de los ejemplos más significativos el de BRUNARA S.A. SICAV, gestionada por el grupo BBVA, pionero en la constitución de las primeras SICAV del mercado español ¹⁴⁶.

Gráfico 3.7. Evolución del número de las SICAV.

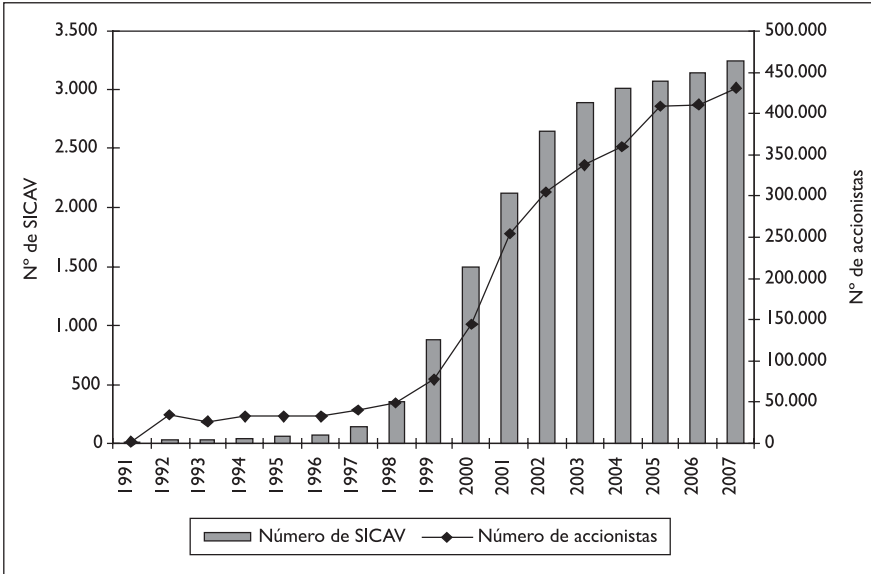
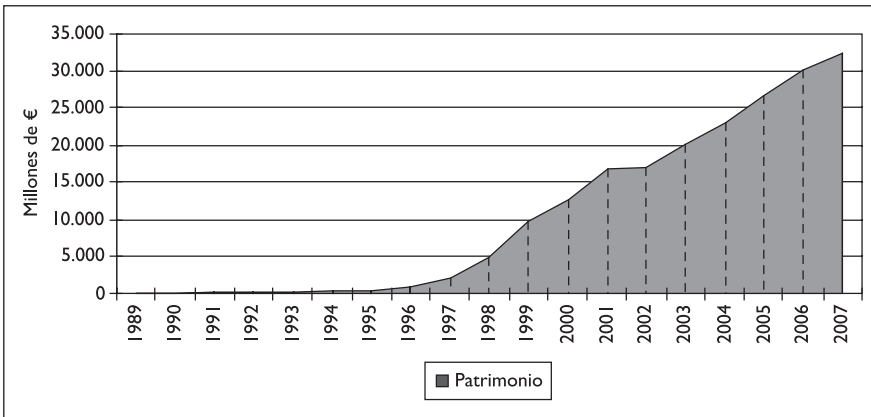


Gráfico 3.8. Evolución del patrimonio de las SICAV.



La existencia de un número reducido de accionistas no afecta necesariamente al volumen patrimonial de estas sociedades y a 31-12-07 un 37% de las SICAV disponían de un volumen patrimonial superior a los seis millones de euros, siendo el mínimo exigido de 2,4 millones. Las tablas 3.14 y 3.15 y los gráficos 3.9 y 3.10 muestran la distribución de las SICAV según su número de accionistas y volumen patrimonial.

¹⁴⁶ Los antecedentes de BRUNARA tienen más de 40 años (10-6-65) y en 1995 fue objeto de una campaña publicitaria por parte de PRIVANZA (hoy desaparecido) siendo en aquel entonces un banco especializado en Banca Privada del grupo BBV.

Tabla 3.14. Distribución de las SICAV según el número de accionistas.

Nº de accionistas	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Más de 10.000	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0
De 5.001 a 10.000	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	2	2	1
De 1.001 a 5.000	1	3	2	1	1	3	3	5	4	4	8	7	8
De 501 a 1.000	1	1	4	4	9	7	6	7	20	17	26	25	21
De 151 a 500	7	12	18	29	27	43	70	73	82	123	401	499	522
De 0 a 150	42	51	112	325	844	1.444	2.035	2.560	2.787	2.868	2.633	2.617	2.738
Total	53	68	137	361	883	1.498	2.115	2.646	2.894	3.013	3.070	3.150	3.290

Fuente: CNMV.

Tabla 3.15. Distribución de las SICAV según su patrimonio social (patrimonio en miles de euros).

Patrimonio	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Más de 89.999	1	2	4	5	10	10	17	14	16	22	29	35	36
60.000-89.999	1	1	2	4	6	8	7	7	10	11	16	15	17
30.000-59.999	1	3	7	14	33	33	35	23	29	45	58	69	74
6.000-29.999	18	27	64	139	286	384	460	475	615	707	826	1.018	1.085
3.600-5.999	15	21	36	75	185	325	420	456	600	699	791	899	879
Menos de 3.600	17	14	24	124	363	738	1.176	1.671	1.623	1.529	1.350	1.114	1.199
Total	53	68	137	361	883	1.498	2.115	2.646	2.893	3.013	3.070	3.150	3.290

Fuente: CNMV.

Gráfico 3.9. Distribución de las SICAV según el número de accionistas.

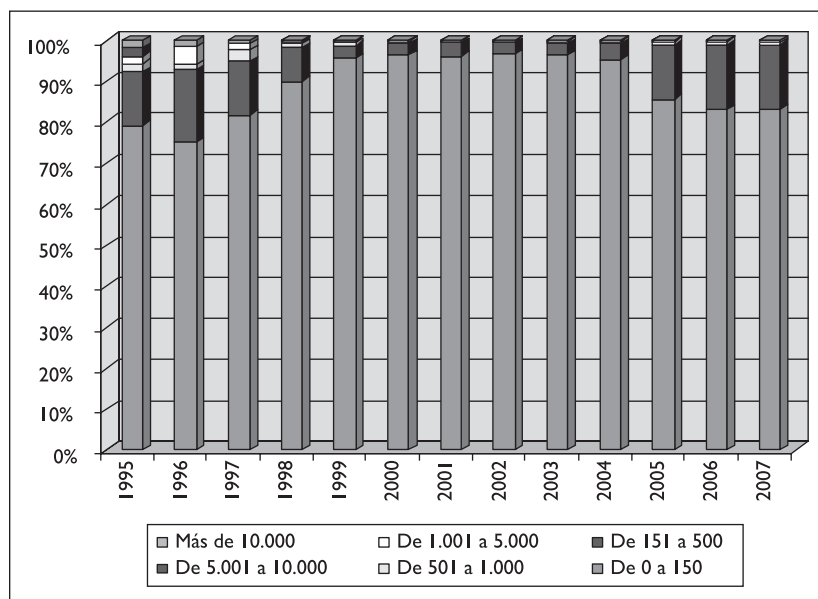
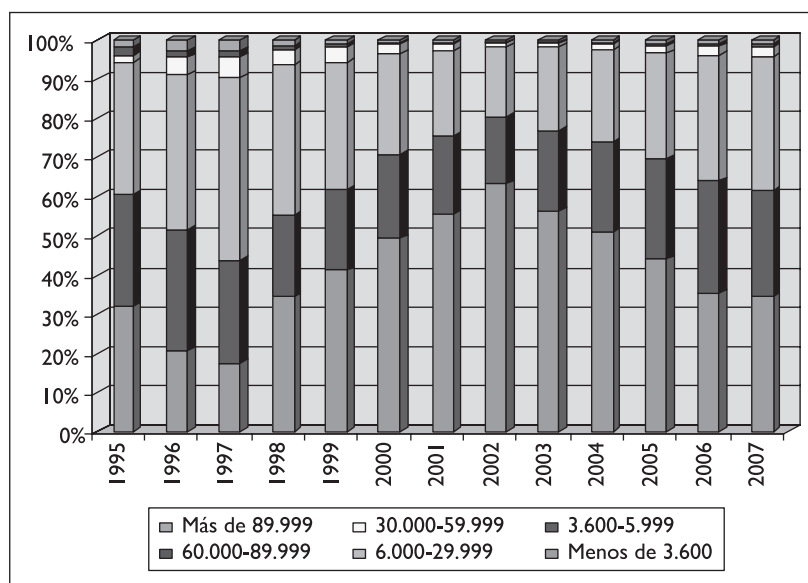


Gráfico 3.10. Distribución de las SICAV según patrimonio.



3.4.1.2. Distribución de las inversiones

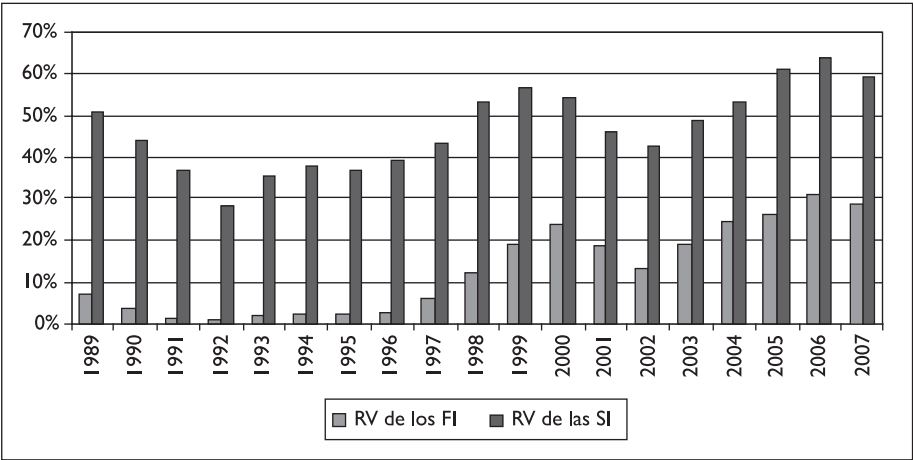
Frente a las estructuras ultra conservadoras de los fondos de inversión financieros, que poseen más de un 70% de su patrimonio invertido en Renta Fija Privada y Deuda Pública, las sociedades de inversión han mostrado posiciones más arriesgadas con un peso en Renta Variable (interior y exterior) que ha superado casi siempre el nivel del 50%, como se puede observar en la Tabla 3.16 y el Gráfico 3.11.

Tabla 3.16. Distribución del patrimonio de los FI y SI.

Años	Fondos		Sociedades	
	% RV	% RF	% RV	% RF
1989	7,38%	92,62%	50,61%	49,39%
1990	3,74%	96,26%	44,19%	55,81%
1991	1,23%	98,77%	37,00%	63,00%
1992	0,82%	99,18%	28,29%	71,71%
1993	1,77%	98,23%	35,39%	64,61%
1994	2,63%	97,37%	37,68%	62,32%
1995	2,32%	97,68%	36,70%	63,30%
1996	3,04%	96,96%	39,33%	60,67%
1997	6,36%	93,64%	43,00%	57,00%
1998	12,43%	87,57%	53,05%	46,95%
1999	19,11%	80,89%	56,78%	43,22%
2000	23,84%	76,16%	53,94%	46,06%
2001	18,59%	81,41%	45,85%	54,15%
2002	13,30%	86,48%	42,67%	56,64%
2003	19,23%	81,01%	48,68%	50,58%
2004	24,38%	76,98%	53,24%	46,23%
2005	26,51%	73,98%	61,11%	38,91%
2006	30,40%	69,50%	63,45%	36,24%
2007	27,30%	72,70%	58,70%	41,30%

Fuente: CNMV.

Gráfico 3.11. Inversión en renta variables de los FI y SI.



3.4.2. La SICAV producto estrella de la banca privada

En los últimos diez años, viene siendo una práctica habitual que las instituciones financieras a través de sus divisiones de Banca Privada,

propongan a sus clientes titulares de importantes patrimonios financieros la constitución de SICAV o localicen en el mercado un “nicho” de clientes potenciales al que realizar tal ofrecimiento.

Son estas entidades las que generalmente se encargan de constituir la SICAV y posteriormente proporcionar el asesoramiento necesario para que la política inversora de la sociedad responda a los intereses financieros de sus accionistas, que mantienen el control de las decisiones a través de los órganos de gobierno de la sociedad. La Tabla 3.17 y el Gráfico 3.11 muestran el número, patrimonio y los accionistas de las SICAV administradas por Grupos Financieros.

Los dos primeros grupos bancarios españoles (Santander y BBVA) concentran el 27,43% del patrimonio de las SICAV a 31-12-07. Aparece en tercer lugar el Banco Sabadell, tras la adquisición del Banco Urquijo, con una cuota de mercado del 7,06%. De un total de cien grupos financieros presentes en este mercado, veinte grupos concentran un 77% del volumen patrimonial administrado.

Tabla 3.17. SICAV por grupos financieros (31-12-07).

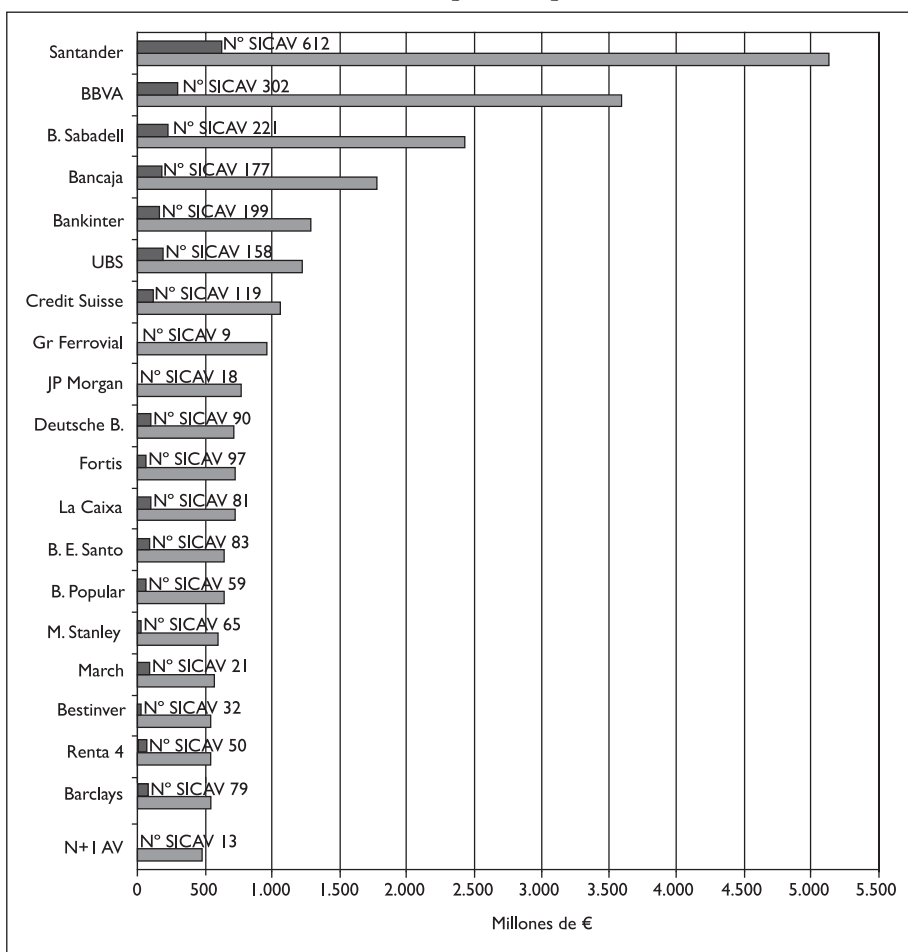
	Grupo financiero	Patrimonio			Núm. SICAV	Número accionistas
		miles €	cuota %	cuota Ac. %		
1	Santander	5.042.555	16,02	16,02	612	98.898
2	BBVA	3.593.571	11,41	27,43	302	41.453
3	B.Sabadell	2.223.502	7,06	34,50	221	26.392
4	Bancaja	1.713.397	5,44	39,94	177	28.794
5	Bankinter	1.291.834	4,10	44,04	199	19.636
6	UBS	1.278.074	4,06	48,10	158	17.782
7	Credit Suisse	1.073.780	3,41	51,51	119	11.945
8	Grupo Ferrovial	934.063	2,97	54,48	9	934
9	JP Morgan	784.386	2,49	56,97	18	1.865
10	Deutsche B.	678.964	2,16	59,13	90	9.329
11	Fortis	678.712	2,16	61,28	97	13.110
12	La Caixa	637.042	2,02	63,31	81	9.802
13	B. E. Santo	627.235	1,99	65,30	83	9.326
14	B. Popular	618.969	1,97	67,27	59	5.546
15	M. Stanley	609.117	1,93	69,20	65	8.908
16	March	557.428	1,77	70,97	21	4.358
17	Bestinver	552.250	1,75	72,73	32	3.262
18	Renta 4	519.030	1,65	74,37	50	7.573
19	Barclays	427.319	1,36	75,73	79	10.765
20	N+1 AV	424.112	1,35	77,08	13	1.565
	Resto	7.215.833	22,92	100,00	803	104.447
	TOTAL	31.481.173	100,00		3.288	435.690

Fuente: CNMV.

Teniendo en cuenta las especiales características de las SICAV y el segmento de posibles inversores al que van dirigidas, la promoción comercial de este producto se realiza por parte del sector bancario a través de contactos personales, una vez identificados aquellos potenciales clientes que reúnen las condiciones propicias para la creación de este tipo de sociedades, que son un “traje a medida” dentro de la industria de la inversión colectiva financiera.

Sin embargo, existen excepciones: a 31-12-07 nueve SICAV superaban los mil accionistas y una de ellas se acercaba a los 10.000. Se observa que algunas iniciativas recientes tratan de impulsar la participación masiva en el accionariado de estas sociedades, como ha sucedido con la industria de los fondos de inversión. También se abren nuevos horizontes para la captación de inversores a través del ofrecimiento de compartimentos de una SICAV, que sólo exigen unos mínimos de 480.000 euros de patrimonio y 20 accionistas, lo que facilita la participación de un mayor número de clientes bancarios aunque limita su capacidad de gestión. Debido a que cada compartimento puede practicar su propia estrategia de inversión, tener un valor liquidativo distinto y su propia rentabilidad, sus titulares no poseen independencia para despedir al equipo gestor y contratar uno nuevo pues deben contar con el resto de los compartimentos de la institución para realizar el cambio de entidad.

Gráfico 3.12. Patrimonio SIVAC por Grupos Financieros (31-12-07).



A través de la figura de compartimentos se ahorran los esfuerzos y costes que supondría crear instituciones independientes y así, bajo un único contrato constitutivo se pueden integrar varios compartimentos respondiendo cada uno de ellos de los costes, gastos y obligaciones que les afecten, en la parte proporcional que establezcan los estatutos sociales. Los gastos y desembolsos no atribuibles a un compartimento concreto se repartirán proporcionalmente entre los existentes, según el prorrateo de sus respectivos activos netos, recibiendo cada uno de ellos una denominación específica que incluirá la de la SICAV a la que pertenece, dando lugar a la emisión de acciones o de diferentes series de acciones, representativas de la parte del capital social que le sea atribuida.

3.4.3. *Tratamiento fiscal: Aspectos conflictivos*

La gran ventaja de las SICAV la constituye el régimen fiscal de que gozan las IIC con la aplicación de un tipo impositivo del 1% sobre los rendimientos y plusvalías en el Impuesto de Sociedades frente al 18% a que están sometidos los generados por las personas físicas desde la entrada en vigor en 2007 de la Ley 35/2006, del IRPF¹⁴⁷. Sin embargo, desde el 1 de enero de 2003, la ventaja fiscal que tenían las SICAV sobre los fondos —operaban en la práctica como un “fondo paraguas”— ha desaparecido, al estar permitido cambiar de fondos sin pagar impuestos (fin del “peaje fiscal”). No obstante, además del tipo reducido del 1% en el Impuesto de Sociedades, subsisten para esta figura la exención total del IVA y del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, tanto en su constitución como en sucesivas ampliaciones de capital. Por otra parte, el pago del impuesto sobre la renta de los accionistas se difiere hasta que se produzca la transmisión de las acciones. Con la Ley del IRPF en vigor desde el 1 de enero de 2007 ha desaparecido otra ventaja fiscal, la posibilidad de disfrutar de la exención que el Impuesto de Patrimonio prevé en determinados supuestos para activos afectos a una empresa. Con la nueva normativa, el titular de una SICAV que sea persona física tributará en el Impuesto de Patrimonio por sus participaciones aunque entre él y la SICAV interponga varias sociedades, al considerar el legislador que las participaciones en SICAV son activos no afectos a una actividad empresarial¹⁴⁸. Con la desaparición del Impuesto sobre el Patrimonio en 2008, se vuelve a la situación inicial. Uno de los requisitos para que estas sociedades disfruten del favorable régimen fiscal propio de las IIC es la existencia de un mínimo de 100 accionistas. Más del 80% de las SICAV se limitan a cumplir este requisito mientras que el capital es de un solo accionista o de muy pocos, que casi siempre son los componentes de un grupo familiar. Por ello, se pensó elevar el tipo de gravamen del 1% al tipo general del Impuesto de Sociedades, cuando un solo accionista poseyera más del 25% del capital de la Sociedad, pero no se llevó a la práctica al temer la Administración que las SICAV españolas

¹⁴⁷ Con la legislación anterior, los rendimientos obtenidos por las personas físicas estaban gravados al tipo marginal y las plusvalías al 15%, si el periodo de generación superaba los doce meses.

¹⁴⁸ Cuando el titular de una SICAV es una holding no tendría que haber Impuesto de Patrimonio, pero la norma hace como que no existe la holding y obligaba a tributar a los socios.

podieran domiciliarse en otros países europeos como Luxemburgo o Irlanda donde las condiciones son más favorables (exigencia de menor volumen de capital y número de socios, entre otras), produciéndose la consiguiente deslocalización del ahorro.

El criterio sostenido por la Dirección General de Tributos colisionaba con el mantenido por la CNMV y así, en el primer semestre de 2005, la Agencia Tributaria levantó actas a diversas SICAV por los resultados obtenidos en años anteriores todavía no prescritos, al entender que el número de cien accionistas exigido para gozar de los beneficios fiscales era artificial, reclamando el 34% no pagado hasta el tipo general entonces vigente del Impuesto de Sociedades (35%).

La controversia entre la CNMV y la DGT alegando la competencia respectiva, se dirimió finalmente a favor de la Comisión al entenderse que las SICAV son de su jurisdicción y si cumplen los requisitos establecidos por la normativa no puede intervenir otra autoridad para discutir su pureza¹⁴⁹. En la práctica, cuando una institución financiera propone a un cliente la constitución de una SICAV, de los cien accionistas necesarios, 99 puede aportarlos la Sociedad Gestora (suelen ser empleados de la misma o del grupo financiero que gestiona la SICAV) adjudicándose a cada uno una acción, actuando como “hombres de paja”, que en la jerga del sector son conocidos con el nombre de “mariachis”.

Bajo estas premisas, considerar a la SICAV como un vehículo de ahorro colectivo podría ser discutible, pero mientras la Ley y el Reglamento no establezcan mínimos de participación patrimonial de los accionistas minoritarios, la forma testimonial de incluir a los empleados de las gestoras sigue siendo una opción válida.

3.4.4. El capital variable como singularidad de las SICAV

Las SICAV se distinguen por la posesión de un capital flotante con obligación de aumentarlo o reducirlo según haya demanda u oferta de acciones.

Como señala Francisco Tusquets¹⁵⁰, en las SICAV coexisten tres magnitudes de capital:

- El capital social (como mínimo 2.400.000 euros) estará íntegramente suscrito y desembolsado, representando el importe aportado en la constitución o el resultante de una modificación estatutaria del capital como consecuencia de nuevas aportaciones o retiradas de recursos.
- El capital en circulación, resultante de sumar y restar al inicial las suscripciones y recompras de las acciones. Su importe oscilará en función de nuevas aportaciones realizadas por los inversores o por las devoluciones a los socios.
- El capital estatutario máximo, que representa el límite dentro del cual el capital se puede mover libremente y que no puede ser superior en diez veces el capital inicial.

Entre la cifra de capital inicial y el estatutario máximo la SICAV actúa adquiriendo o vendiendo sus propias acciones. Las acciones adquiridas quedan bajo la custodia del depositario, figura obligada en las SICAV.

¹⁴⁹ Resoluciones del Tribunal Administrativo Central de 20-11 y 20-12-2007.

¹⁵⁰ Tusquets (2001), página 48.

La mecánica de compra o venta de sus propias acciones pone de manifiesto la función de las SICAV como creadora del mercado de sus propias acciones y corresponde al carácter abierto de la sociedad, obligada a actuar como contrapartida respecto de los accionistas que deseen vender o de inversores que quieran comprar.

Las SICAV estarán obligadas a comprar o vender cuando exista una separación o desviación al alza o a la baja superior al 5% entre el precio teórico o valor liquidativo de las acciones y el de cotización, garantizándose así al accionista la liquidez de su inversión con una pérdida teórica máxima del 5% o muy próxima a tal porcentaje. El signo de su intervención deberá ser el inverso al del mercado, de forma tal que si la cotización es inferior al valor teórico en más del 5% deberá comprar y, en caso contrario vender, pero nada impide la intervención aunque la demanda observada sea inferior al 5%. Cabe pues distinguir entre obligación y posibilidad de intervención. Igualmente deberá intervenir cuando se produzca una falta de liquidez para las acciones en el mercado bursátil.

3.4.5. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Las SICAV son sociedades anónimas especiales que emiten acciones cuya negociación y posterior liquidación, compensación y registro, precisan de un tratamiento singular, diferente del de las acciones que habitualmente cotizan en Bolsa.

Para facilitar la contratación de las acciones de las SICAV se creó el MAB, operativo desde 29 de mayo de 2006¹⁵¹, constituyendo ahora una de las opciones de estas sociedades para dotar de liquidez a sus títulos, pudiendo decidir libremente su incorporación al MAB, o seguir cotizando en Bolsa por el sistema tradicional de corros o utilizar otro sistema que facilite la liquidez. La principal ventaja del MAB es el ahorro de costes, ya que los cánones de admisión son un 50% más baratos que los del primer mercado bursátil¹⁵², ofreciendo además la ventaja de no tener que cumplir con la normativa recogida en la Ley de Transparencia¹⁵³, ya que las SICAV solo están sujetas al reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva. Por otra parte, se evita el enojoso y a veces complicado sistema de hacer aplicaciones entre los mismos accionistas para cumplir los requisitos de volumen y frecuencia exigidos por las bolsas para mantenerse en la cotización. La supresión de la negociación obligatoria en Bolsa ha llevado a lo largo del año 2005 y 2006 a la mayor parte de las SICAV a solicitar la exclusión de la cotización, incluyendo este punto en el orden del día de las Juntas Generales de Accionistas y adaptar sus estatutos a la nueva legislación de IIC.

El MAB es un sistema organizado de negociación integrado en la plataforma electrónica del SIBE¹⁵⁴, que aporta immediatez, transparencia

¹⁵¹ El sistema de contratación del MAB también admite a las entidades de capital riesgo y está previsto que también se puedan contratar las *small caps* (compañías de pequeña capitalización).

¹⁵² Prácticamente la totalidad de las SICAV se han incorporando a este mercado.

¹⁵³ La Ley de Transparencia exige a las empresas cotizadas presentar anualmente un informe de gobierno empresarial y a tener una página web, entre otras obligaciones.

¹⁵⁴ Sistema de Interconexión Bursátil Español.

e incremento de la liquidez para los accionistas. La negociación de las acciones de las SICAV se puede realizar a través de dos modalidades:

- Modalidad *fixing*: sistema de subasta con la fijación de dos precios uno a las 12 y otro, a las 16 horas, como consecuencia de la libre confluencia de la oferta y la demanda, garantizándose una fijación de precios eficiente sin necesidad de esperar la recepción del valor liquidativo.
- Modalidad “valor liquidativo”: en este caso, la SGIIC o la SICAV auto-gestionada (si son entidades participantes del MAB) o el miembro del mercado introducen los volúmenes de las órdenes. El precio será el valor liquidativo de las acciones de la SICAV al término de la sesión, desconociéndose a priori el precio al que se va a operar¹⁵⁵.

Las gestoras de las SICAV deberán tener un miembro negociador/compensador para la tramitación de órdenes en el MAB y deberán designar una entidad liquidadora para cada SICAV responsable frente a IBERCLEAR¹⁵⁶, a quien, además deberán comunicar cual es la entidad responsable de llevar el Libro Registro de Accionistas.

Los gastos de adhesión al MAB para las SICAV que antes cotizaban en Bolsa y que soliciten su exclusión de la misma son nulos y para las de nueva incorporación del 0,5% del nominal suscrito y desembolsado. Y los gastos de mantenimiento anual serán de 650 euros, que podrán reducirse en función del número de SICAV incorporadas por una misma Gestora, mientras que los gastos de exclusión ascienden a 1.500 euros.

A través de su negociación en el MAB, también las Sociedades de Capital Riesgo así como las empresas de pequeña capitalización (small caps) cobrarán un nuevo protagonismo, al facilitarse su incorporación a las carteras de inversores particulares.

3.4.6. La SICAV y otras alternativas de gestión financiera

Con mayor frecuencia se tiende a separar las fortunas familiares de la estrategia empresarial, surgiendo para su gestión el concepto de oficina familiar (*family office*) con el fin de conseguir el mejor tratamiento en temas de seguros, impuestos, inmuebles, capital riesgo, etc. El principal problema de la oficina familiar es su coste ya que debe estar formada por un grupo de expertos, por lo que en muchas ocasiones se tiende a confiar la gestión a una entidad especializada en Banca Privada que suelen disponer de unidades específicas para prestar los servicios que se les requieren.

Las SICAV han ocupado un lugar preferente en la gestión de las carteras de valores mientras que para la administración del patrimonio inmobilia-

¹⁵⁵ Las gestoras deberán comprometerse a comunicar diariamente el valor liquidativo de cada SICAV antes de las 15 horas y con una cadencia de D+1 (sesión bursátil posterior a la introducción de posiciones a valor liquidativo sobre la SICAV) para los valores de renta variable y D+2 para los activos colocados en fondos de inversión.

¹⁵⁶ Iberclear es el Depositario Central de Valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF Mercado de Renta Fija, así como en Latibex, el Mercado de Valores Lationamericanos en euros.

rio (uno de los puntos fuertes de los grupos familiares) ha prevalecido la inversión directa y en el caso de inmuebles arrendados se están empezando a utilizar las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII). También resulta atractivo el Capital Riesgo por el tratamiento fiscal que reciben las plusvalías obtenidas en la desinversión de empresas participadas (prácticamente exentas del pago de impuestos), así como las Instituciones de Inversión Libre, la nueva fórmula de la Inversión Colectiva.

3.4.6.1. Sociedades de Inversión Colectiva de Inversión Libre (SIIL)

El Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, aprobado por el R.D. 1.309/2005, de 4 de noviembre, regula por primera vez en España las llamadas “Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre” que se configuran como instrumentos de amplia flexibilidad inversora, destinados a inversores que por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección.

Las Sociedades de Inversión Colectiva de Inversión Libre (SIIL) deberán inscribirse en un registro especial creado por la CNMV. Están sujetas a la normativa sobre IIC de carácter financiero, con algunas excepciones, entre ellas:

- Las acciones podrán adquirirse mediante un desembolso mínimo inicial de 50.000 euros.
- Sólo podrán realizar actividades de comercialización cuando se dirijan a inversores cualificados.
- Las SIIL tendrán como mínimo 25 accionistas, con lo que su patrimonio mínimo ascenderá a 1.250.000 euros ($25 \cdot 50.000$).
- Las adquisiciones y ventas de las acciones se podrán efectuar mediante entrega de activos e instrumentos financieros aptos para la inversión, adecuados a la vocación inversora de la IIC.
- El valor liquidativo de las acciones deberá calcularse, al menos, trimestralmente y cuando así lo exijan las inversiones previstas, podrá ser calculado semestralmente. Las adquisiciones y ventas de las acciones se realizarán con la misma periodicidad que el cálculo del valor liquidativo.
- Una IIC de inversión libre podrá no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo y el pago del reembolso se podrá realizar en especie, si así lo especifica el folleto de la IIC.
- No les resultarán de aplicación los límites máximos de las comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso previsto en el reglamento de las IIC.
- Podrán invertir en activos e instrumentos financieros y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza de su subyacente, atendiendo a los principios de liquidez, diversificación del riesgo y transparencia.
- Deberán establecer en el folleto simplificado el límite de endeudamiento de la IIC, que no podrá superar en cinco veces el valor de su patrimonio.

- Con anterioridad a la suscripción o adquisición de las acciones, el inversor deberá dejar constancia por escrito de que conoce los riesgos inherentes a la inversión ¹⁵⁷.

La normativa ha previsto igualmente la posibilidad de crear “IIC de IIC de Inversión Libre” (IICHICIL) ¹⁵⁸, cuyo principal factor diferencial es la obligación que tienen de invertir al menos el 60% de su patrimonio en IIC de inversión libre constituidas en España y en IIC extranjeras similares, o bien domiciliadas en países pertenecientes a la OCDE, o bien cuya gestión haya sido encomendada a una sociedad gestora sujeta a supervisión con domicilio en un país perteneciente a la OCDE, con la limitación de que no podrán invertir más del 10% de su patrimonio en una única IIC.

Esta nueva figura se ha previsto para facilitar el acceso a los pequeños inversores a esta modalidad de inversión, cuyos requisitos de diversificación y protección del inversor acercan este producto a las IIC tradicionales.

Tabla 3.18. Diferencias entre las SICAV y las SIIL.

Concepto	SICAV	SIIL
Número mínimo de accionistas	100	25
Capital mínimo en euros	2.400.000 €	1.250.000 ⁽¹⁾
Capacidad de apalancamiento	10%	Hasta 5 veces el patrimonio
Productos a incluir en cartera	Limitación	Libre

⁽¹⁾ 25 accionistas con una inversión mínima de 50.000 euros por accionista.

Fuente: Elaboración propia.

3.4.6.2. Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII)

Una excelente opción para gestionar inmuebles en régimen de alquiler son las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), versión cerrada de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y que a diferencia de estos, no tienen la obligación de establecer mensualmente un valor liquidativo, pues en la transmisión de las acciones el precio se fija entre las partes. Las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII) pueden optar voluntariamente

¹⁵⁷ La norma 12ª de la Circular 1/2006 de la CNMV contiene el texto del documento de consentimiento del inversor, que es el siguiente:

“Yo (nombre o NIF del inversor o su representante) sé que las inversiones en (IIC de Inversión Libre/IIC de IIC de Inversión Libre) están sujetas a riesgos de naturaleza y grado distintos de los fondos de inversión ordinarios. Sé que el valor de mi inversión podrá variar sustancialmente a lo largo del tiempo y podrá hacerlo sin guardar relación con la evolución de las Bolsas o de los mercados de renta fija. Sé que puedo perder parte de mi inversión y, en casos extremos, toda ella. Acepto expresamente que mi inversión tendrá mucha menos liquidez que los fondos de inversión ordinarios, por lo que no es aconsejable para quien pueda tener necesidades apremiantes de dinero. Además, he sido informado en detalle sobre:

La política de inversión de la IIC; los riesgos inherentes a la inversión; la frecuencia con la que se garantiza la liquidez; el régimen de preavisos; el límite máximo a los reembolsos en una misma fecha; el periodo de permanencia mínimo de la inversión; las comisiones de gestión, depósito y otros gastos asociados, tanto directos como indirectos; y la posibilidad de verme obligado a recibir reembolsos en especie (en el caso de IIC de Inversión Libre)”.

¹⁵⁸ La figura societaria estaría representada por la SICAV de IIC de Inversión Libre.

por una gestión interna o externa, y como requisitos más destacados deben cumplir los siguientes:

- Coeficiente de liquidez: no se exige, por lo que la totalidad del activo puede estar invertido en inmuebles.
- Capital mínimo: nueve millones de euros. En el caso de existir compartimentos, deberá tener cada uno de ellos un capital mínimo de 2,4 millones de euros sin que, en ningún caso, el capital total de la sociedad sea inferior a nueve millones de euros.
- Aportaciones: se permiten en efectivo, valores o inmuebles.
- Régimen fiscal de la sociedad: está sujeta a un tipo del 1% en el Impuesto de Sociedades y una exención del 95% en los Impuestos de Transmisiones Patrimoniales (ITP) y Actos Jurídicos Documentados (AJD). En la compra de viviendas y en las operaciones de constitución, aumento de capital y fusión quedarán exentos ambos impuestos.
- Composición de las inversiones: para acogerse al tipo reducido del 1% en el IS y las bonificaciones en el ITP y AJD, al menos el 50% del patrimonio tiene que estar invertido en viviendas, residencias de tercera edad y de estudiantes, en un plazo de dos años desde la constitución de la sociedad. La posición en inmuebles no puede ser inferior al 90% y se deben tasar al menos una vez al año. El destino tiene que ser necesariamente el de su explotación en alquiler y no se pueden vender hasta que hayan transcurrido tres años desde su adquisición.
- Fiscalidad del accionista: al igual que en el resto de las IIC, el accionista no tributa mientras no perciba ingresos de la SII. Cuando se manifiesten, la persona física tributará por la ganancia patrimonial obtenida al tipo del 18%, de acuerdo con la normativa del IRPF en vigor desde el 1-1-07. Si se tratara de personas jurídicas que tengan como mínimo el 5% del capital de la sociedad, pueden obtener la exención del 100% del capital de las acciones en el Impuesto sobre el Patrimonio y la bonificación del 95% en el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones.
- Número mínimo de accionistas: no será inferior a cien.
- Diversificación del riesgo: ningún bien, incluidos los derechos sobre él, podrá representar más del 35% del patrimonio total en el momento de su adquisición.

3.4.6.3. *Sociedades de Capital Riesgo*

El Capital Riesgo o Capital Privado¹⁵⁹ constituye otra fórmula que puede ser utilizada para diversificar la administración del patrimonio de las grandes fortunas. Consiste en la aportación de capital en empresas, generalmente de forma minoritaria y temporal (entre tres y diez años) por parte de entidades especializadas (fondos o sociedades). Sus inversores gozan de importantes incentivos fiscales al estar exentos del tributo los dividendos obtenidos por las Entidades de Capital Riesgo procedentes de las sociedades participadas. También se les exime del 99% de las rentas obtenidas en la transmisión de valores representativos de la participación en el capital o en fondos propios de las empresas o entidades de capital-riesgo, siempre y cuando la transmisión

¹⁵⁹ *Private equity* es su denominación en inglés porque en su origen la inversión se dirigía exclusivamente a sociedades no cotizadas.

se realice en el periodo comprendido entre el segundo y el decimoquinto año de tenencia, computado éste desde el momento de la adquisición —si no cotiza en bolsa— o de la fecha de exclusión de cotización.

La Ley 25/2005, de 24 de noviembre, sobre Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras establece un nuevo marco regulador más flexible que deberá contribuir a impulsar las operaciones de Capital Riesgo a través de la figura de los Fondos o de las Sociedades, que provean de financiación a empresas involucradas en actividades de I+D+i. Esta reforma flexibiliza el régimen administrativo y distingue entre las entidades de “régimen común” y de “régimen simplificado”. Como supervisor del capital-riesgo, la CNMV asume el grueso de las competencias sobre este sector, a la que las entidades de régimen común tienen que remitir una memoria anual y un folleto informativo, de obligada difusión entre sus accionistas o partícipes.

Se permite la posibilidad de que las ECR tomen participaciones de empresas no financieras que coticen en el primer mercado con la finalidad de excluirlas de la cotización dentro de los doce meses siguientes a la toma de la participación. También se ofrece la posibilidad de que éstas inviertan en otras ECR dentro de unos límites y se introducen figuras de diversificación de la inversión como son los fondos y sociedades que fundamentalmente inviertan en ECR con el objetivo de reducir riesgos.

En las ECR de régimen simplificado la oferta de acciones o participaciones se debe realizar con carácter estrictamente privado, sin actividad publicitaria y con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros exigible a cada accionista o partícipe.

Dentro del coeficiente de inversión obligatorio, las ECR deberán mantener como mínimo el 60% de su activo computable en acciones, u otros valores o instrumentos financieros, que puedan dar derecho a la suscripción o adquisición del capital de empresas que sean objeto de su actividad. Podrán invertir hasta el 20% de su activo en otras ECR, siempre que, a su vez, cada una de ellas no tenga invertido más del 10% de su activo en otras ECR. El resto del activo no sujeto al coeficiente de inversión obligatorio, se podrá mantener en valores de renta fija, en participaciones en el capital de empresas distintas de las que son objeto de su actividad, en efectivo, en préstamos participativos¹⁶⁰, en financiación de cualquier tipo a empresas participadas que formen parte de su objeto social principal y en el caso de SCR, hasta el 20% de su capital social en elementos de inmovilizado necesarios para el desarrollo de su actividad. El capital de una sociedad de capital-riesgo no puede ser inferior a 1.200.000 euros (1.650.000 euros en los fondos de capital riesgo). En el momento de su constitución debe estar desembolsado el 50% y, el resto, se puede hacer en una o varias veces, dentro del plazo de tres años desde la constitución de la sociedad. La dirección y administración de los fondos de capital-riesgo se regirá por lo dispuesto en el Reglamento de gestión de cada fondo, debiendo recaer necesariamente en una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, mientras que para una sociedad de capital riesgo la gestión externa no es obligatoria.

¹⁶⁰ Instrumento de financiación a largo plazo con ventajas fiscales y que no interviene en la gestión de la empresa. Tiene la condición de deuda subordinada por lo que se sitúa después de los acreedores comunes en orden a la prelación de deudas.

Con la intervención de la banca especializada están surgiendo nuevos fondos y sociedades de capital-riesgo que obtienen sus recursos de inversores institucionales y clientes de banca privada, para los cuales constituye una alternativa de las SICAV aunque se asumen mayores niveles de riesgo y rentabilidad.

3.4.7. Principales diferencias entre la SICAV y otras IIC

Entre las distintas modalidades de inversión colectiva existen características comunes, si bien las de carácter financiero presentan singularidades propias que las distinguen de las inversiones inmobiliarias y a su vez hay diferencias entre la fórmula societaria y la que se realiza a través de una comunidad de bienes (fondos). La Tabla 3.19 muestra las existentes entre las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), así como entre los Fondos de Inversión de carácter financiero (FI) y los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII).

Tabla 3.19. Diferencias entre las distintas modalidades de I.C.

Concepto	Sociedades		Fondos	
	SICAV	SII	FI	FII
Estructura	Abierta	Cerrada	Abierta	Abierta
Coefficiente liquidez mínimo	3%	No se exige	3%	10% ⁽¹⁾
Inversión mín. A.F. o Inm.	90%	90%	90%	70%
Patrimonio mínimo (en euros)	2.400.000 ⁽²⁾	9.000.000	3.000.000	9.000.000
Nº mín. partícipes o accionistas	100 ⁽³⁾	100 ⁽³⁾	100 ⁽³⁾	100 ⁽³⁾
Gestora	No se exige	No se exige	No se exige	Obligatoria
Depositario	Sí	Sí	Sí	Sí
Cálculo valor liquidativo	Cot./ Valor teórico	Cot./ Valor teórico	Diario	Mensual
Suscripciones	Compra/ Venta	Compra/ Venta	Diarias	Mensuales
Reembolsos	Compra/ Venta	Compra/ Venta	Diarios	Al menos una vez al año
Apalancamiento financ. máxima	10%	50%	10%	50%
Tributación	1%	1%	1%	1%
Supervisión	CNMV	CNMV	CNMV	CNMV
Auditoría de cuentas	Sí	Sí	Sí	Sí

⁽¹⁾ El cumplimiento del coeficiente se limitará a los meses en los que existe derecho de reembolso de los partícipes.

⁽²⁾ El capital estatutario máximo no podrá superar en más de 10 veces el capital inicial.

⁽³⁾ Si se trata de una institución por compartimentos, el número se reduce a 20 inversores por compartimento.

Fuente: Elaboración propia.

3.4.8. Conclusiones

- La Sociedad de Inversión de Capital Variable (SICAV) es una IIC de carácter financiero, tipificada y de estructura jurídica societaria, lo que la distingue de otras IIC también de carácter financiero y tipificadas, como los Fondos, que son de estructura jurídica contractual.
- Las SICAV, con un régimen jurídico concebido para las sociedades abiertas, en la mayoría de los casos operan en la mayoría de los casos como sociedades cerradas, propiedad de grupos familiares o empresariales también cerrados.
- La mayor parte de las SICAV registradas en la actualidad tienen un reducido número de accionistas, al ser utilizadas preferentemente para gestionar el patrimonio financiero de grandes fortunas.
- En el futuro, las SICAV pueden ser una vía alternativa de canalización de recursos frente a los fondos de inversión, especialmente tras la puesta en marcha del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que facilita la liquidez de sus acciones.
- Las SICAV pueden constituir un vehículo atractivo para inversores interesados en hacer un seguimiento más estricto y continuado de sus inversiones al pertenecer a los consejos de administración de las sociedades.
- Las SICAV permiten a los socios adoptar sus propias decisiones de inversión con total flexibilidad, realizando la gestión directamente o encargándola a profesionales.
- Las SICAV orientadas a grandes patrimonios familiares o empresariales suelen considerarse como un producto de inversión de Banca Privada.
- La normativa actual, al permitir la constitución de SICAV por compartimentos formados por un mínimo de 20 accionistas y 480.000 euros, va a permitir aproximar estos instrumentos al ahorrador medio e incluso a los pequeños inversores a través de la creación de SICAV destinadas al mercado masivo.
- Mientras que en la última década las SICAV fueron prácticamente el único instrumento utilizado para la administración de patrimonios financieros importantes, en la actualidad compiten con las SICAV las Entidades de Capital Riesgo, las de Inversión Libre, y para la administración de inmuebles en régimen de alquiler las Sociedades de Inversión Inmobiliaria. En determinados casos, estas tres modalidades alternativas pueden resultar más atractivas que la propia SICAV, y ya se están produciendo movimientos en este sentido a través de la transformación de SICAV en alguno de estos otros instrumentos, así como la propia fusión entre SICAV.
- La supresión del Impuesto sobre el Patrimonio y el mantenimiento del tipo reducido del 1% en el Impuesto sobre Sociedades, tras un periodo de incertidumbre, hacen de las SICAV un ventajoso instrumento de planificación fiscal, que debe impulsar el desarrollo de estas sociedades.

3.5. La inversión colectiva inmobiliaria en España

Transcurrida más de una década desde la creación de los primeros Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII), puede ser éste un momento oportuno para extraer algunas conclusiones sobre la evolución de unos instrumentos que,

junto a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), complementan la industria de la inversión colectiva en España. Su regulación tardía generó grandes expectativas debido al extraordinario desarrollo que se estaba produciendo en la inversión colectiva mobiliaria, la importancia de nuestro sector inmobiliario y la preferencia de los españoles por la adquisición de inmuebles, así como el éxito que había precedido su introducción en otros países de nuestro entorno, como Francia, Alemania o Suiza.

Los resultados fueron muy inferiores a los esperados inicialmente, pero en los últimos años los crecimientos han sido notables¹⁶¹, aunque el grado de desarrollo de la inversión colectiva inmobiliaria en España es todavía muy reducido¹⁶². Exponemos a continuación la evolución histórica de las instituciones que han sido creadas al amparo de la legislación de 1992, las características operativas de las mismas, su influencia en el mercado inmobiliario y financiero, los principales factores que han condicionado su desarrollo y sus posibilidades de futuro a la luz de la nueva ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva de 2003 y su desarrollo reglamentario en 2005¹⁶³. También son objeto de consideración las nuevas estrategias de inversión colectiva inmobiliaria a través de la hasta ahora olvidada fórmula societaria (SII), que ha cobrado un reciente impulso con las iniciativas desarrolladas por las Divisiones de Banca Privada de las principales instituciones financieras y por algunos grupos inversores asesorados por una entidad financiera y el concurso de una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC)¹⁶⁴. El análisis se centra en las Instituciones de Inversión Colectiva Inmobiliaria registradas en la CNMV bajo la normativa española que invierten directamente en inmuebles para su explotación en régimen de alquiler. No son objeto de consideración las IIC extranjeras comercializadas en España¹⁶⁵, las iniciativas desarrolladas por entidades españolas en el exterior y los llamados “fondos indirectos”, fondos de inversión mobiliaria que invierten en acciones de empresas constructoras e inmobiliarias incluyendo generalmente REITS en su cartera (acciones de firmas que se dedican al alquiler de inmuebles)¹⁶⁶.

¹⁶¹ Entre 2002 y 2007 el número de fondos pasó de 3 a 9 mientras que el patrimonio se cuadruplicó. Las sociedades —inexistentes en el año 2000— eran ocho en junio de 2008.

¹⁶² A finales de 2005 el patrimonio gestionado por estas instituciones equivalía al 0,7% del PIB, frente al 3,1% de la zona euro o el 2,5% de la economía norteamericana (García-Vaquero y Maza, 2006).

¹⁶³ Ley 35/2003, de 4 de noviembre de Instituciones de Inversión Colectiva y Real Decreto 1.309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba su Reglamento.

¹⁶⁴ La prestación de servicios por parte de la entidad financiera puede abarcar la constitución y puesta en marcha de la SII, tratamiento de su contabilidad, liquidación de impuestos, asesoría jurídica y fiscal, contratación y seguimiento de auditores, contratación y seguimiento de la empresa tasadora, contratación de los seguros de los inmuebles, control de pagos de la SII, custodia de la documentación original de los inmuebles, envío de información a la CNMV y otros organismos, gestión de la explotación del patrimonio inmobiliario y financiero propiedad de la sociedad, asesoramiento en los procesos de inversión y desinversión, etc.

¹⁶⁵ Existen varias gestoras extranjeras (Morgan Stanley, Fidelity, Franklin Templeton, Deutsche Bank, DEGI Allianz, etc.) que ofrecen Fondos de Inversión Inmobiliaria directos e indirectos. Estos últimos son fondos bursátiles que dirigen sus inversiones hacia compañías constructoras o inmobiliarias, tanto de Europa como del resto del mundo, y que son apropiados para inversores con un perfil agresivo de riesgo.

¹⁶⁶ Los REITS (*Real Estate Investment Trust*) son fondos que dedican el dinero de sus partícipes a la compra, gestión y venta de inmuebles pero con la particularidad de que la gestora no paga impuestos sino que reparte sus beneficios, con lo que traslada la imposición a cada uno de los partícipes. Los REITS se crearon en Estados Unidos en los años sesenta y se están implantando de forma progresiva en Europa. En el momento de la edición de este texto, la versión española de los REITS estaba a punto de ser operativa bajo la denominación de “Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Sector Inmobiliario” (SOCIMI).

Mientras que el protagonista de los años noventa fue el desarrollo de la inversión colectiva de carácter financiero que captó una gran parte del ahorro de las economías domésticas, especialmente con la creación de los FIAMM —estimulados por los altos tipos de interés—, el inicio del nuevo milenio se ha caracterizado por la inversión directa en vivienda. Entre uno y otro proceso, surgen a mitad de la década de los noventa nuevos instrumentos de captación e inversión de recursos financieros a través de las figuras de los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FII) y las Sociedades de Inversión Inmobiliaria (SII), que pretendían impulsar el desarrollo del mercado de alquiler de inmuebles (especialmente de viviendas¹⁶⁷) y permitir a los ahorradores beneficiarse de los rendimientos que genera el mercado inmobiliario, mediante un activo seguro, rentable y con una liquidez superior a la inversión directa en inmuebles. También representan una nueva opción de diversificación de sus inversiones como factor reductor del riesgo, puesto que, en general, la inversión colectiva “conlleva una reducción de los costes unitarios de transacción y de análisis de la información gracias al aprovechamiento de las economías de escala... Estas propiedades se manifiestan de forma más evidente, si cabe, en el caso de las inversiones inmobiliarias que en el de las financieras, dada la mayor relevancia de las economías de escala en la gestión de este activo y el volumen más elevado de fondos que generalmente se necesita para adquirirlos” (Marqués y Maza, 2006).

En su inicio, este nuevo producto de ahorro-inversión pretendía cubrir una carencia del sistema financiero español a través de un instrumento enfocado hacia el largo plazo, rentable y seguro, y, por otro lado, ampliar, normalizar y dotar de transparencia al sector inmobiliario en general y, de forma particular, al sector residencial destinado al alquiler.

Su inicio (1995) era un buen momento para adquirir inmuebles como inversión a largo plazo¹⁶⁸ que los FII no supieron aprovechar quizá por el desconocimiento del producto¹⁶⁹ por parte de los potenciales inversores y por la escasa promoción realizada por sus comercializadores también carentes de experiencia para asumir un rápido desarrollo del producto. En los últimos años parece más razonable la prudencia inversora de estas instituciones al tratarse de compradores anticíclicos que deben evitar los tiempos del *boom* inmobiliario. Las sucesivas subidas experimentadas por los tipos de interés desde finales de 2005 han incrementado

¹⁶⁷ El mercado del alquiler de viviendas en España constituye una asignatura pendiente que las autoridades han tratado de potenciar a través de una serie de actuaciones, tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda, pero que hasta ahora han tenido escasa incidencia. Mientras que en 1950 más de la mitad de las viviendas estaban ocupadas en régimen de arrendamiento, en 2001 el porcentaje de viviendas en alquiler cae a su mínimo histórico con un 11%, que además es el más bajo de los países de nuestro entorno (Bélgica: 29,1%; Finlandia: 31,9%; Francia: 39,6%; Grecia: 20,3%; Irlanda: 20%; Italia: 32,0%; Noruega: 23,3%; Portugal: 20,8%).

¹⁶⁸ Tipos de interés altos —el MIBOR superaba el 10%— y la existencia de un exceso de oferta en el sector inmobiliario con precios moderados. Supuestamente, la principal intención del legislador fue la de intentar desarrollar una vía adicional que permitiera absorber parte de ese exceso de oferta incrementando al mismo tiempo el mercado de viviendas en alquiler.

¹⁶⁹ La experiencia bancaria en la introducción de nuevos productos ha estado caracterizada por un proceso lento ya que es necesario, por un lado, una apuesta decidida por parte de la dirección con la divulgación y mentalización de una amplia plantilla muy diseminada a través de numerosos puntos de venta que estaba deficientemente preparada, así como la aceptación por parte de los clientes de un instrumento desconocido. Esto mismo ha ocurrido con los fondos de inversión de carácter financiero que tardaron 25 años en ser comercializados masivamente, los planes de pensiones o la distribución de productos de seguros a través de las oficinas bancarias.

considerablemente el esfuerzo necesario para adquirir una vivienda, lo que puede ser un factor reactivador del mercado de alquiler favoreciendo la actividad de estas instituciones.

También la legislación española regula las SII ocupando un lugar secundario, al manifestar el legislador su preferencia por los fondos, como fórmula más adecuada para canalizar el ahorro de los particulares hacia el sector inmobiliario, de gran relevancia dentro de la economía española¹⁷⁰. Al igual que los fondos de inversión de carácter financiero, los FII son instituciones de estructura abierta¹⁷¹ con el objetivo de generar un patrimonio inmobiliario cuya propiedad pertenece a una pluralidad de partícipes y que se explota en régimen de alquiler a través de una sociedad gestora. Su creación y funcionamiento está sometida a la supervisión de la CNMV. Para poder atender el reembolso de participaciones es necesario que el fondo mantenga una parte de su patrimonio invertido en activos líquidos y, por el contrario, cuando se produce una masiva entrada de fondos estimulada por las atractivas rentabilidades pasadas, la institución se puede ver forzada a adquirir inmuebles en un momento de alzas generalizadas de precios. Aún cuando estos inconvenientes se evitan a través de instituciones de estructura cerrada que adoptan generalmente la fórmula societaria¹⁷² y no están sujetas a coeficiente de liquidez pudiendo invertir en inmuebles la totalidad de su patrimonio adaptándose mejor a este tipo de inversión, su desarrollo en España ha sido incipiente¹⁷³. Recientemente las entidades de Banca Privada han comenzado a incentivar la creación de estas sociedades ofreciendo paquetes de acciones a un grupo reducido de clientes que con una inversión mínima del 5% del capital de la sociedad lograban la exención en el Impuesto sobre el Patrimonio (hoy sin trascendencia al suprimirse este tributo en 2008), completando el número de cien accionistas —mínimo exigido por la legislación— con inversores testimoniales¹⁷⁴. El principal inconveniente de este tipo de sociedades es el que se deriva de la rigidez en la cuantía del capital porque reduce la capacidad de maniobra de sus gestores.

¹⁷⁰ En el preámbulo de la Orden de 24 de septiembre de 1993 se señala que, si bien es cierto que la misma regula tanto a las SII como los FII, “es esta última figura la que es objeto de una regulación más completa, debiendo constituir el Fondo de Inversión la fórmula ordinaria de inversión colectiva inmobiliaria”.

¹⁷¹ Una estructura abierta está en constante transformación, incrementándose o reduciéndose a medida que se suscriben nuevas participaciones o que los partícipes solicitan reembolsos, por lo que normalmente no suele haber límites en el número de participantes ni en su patrimonio, aunque el fondo debe tener como mínimo un patrimonio de 9 millones de euros, totalmente desembolsados. No obstante, al establecerse en la legislación ciertas cautelas que limitan las posibilidades de suscripción y reembolso, la norma se refiere a los Fondos de Inversión Inmobiliaria como instituciones de estructura “semiabierta” (Orden de 24 de septiembre de 1993, publicada en el BOE del 5 de octubre). Para evitar los problemas que pudiera originar la existencia de esta libertad de entrada y salida, la norma permite la suspensión temporal de la suscripción de participaciones cuando las peticiones superen el 15% del activo total del fondo, así como la suspensión temporal de los reembolsos.

¹⁷² En ellas, para que un partícipe o accionista pueda deshacerse de sus títulos será necesario que haya algún inversor dispuesto a adquirirlos (la salida de un partícipe o accionista requiere la entrada de otro nuevo). La duración de la sociedad está fijada de antemano y el inversor puede canjear sus acciones al final del periodo.

¹⁷³ Dentro del mercado europeo, la inversión colectiva inmobiliaria a través de una estructura cerrada ha tenido gran éxito, en Francia a través de la *Sociétés Civiles de Placement Immobilier* (SCPI). Estas sociedades permanecen abiertas mientras no se alcanza el importe total del capital, fijado en los estatutos. La captación de ahorro, hasta ese momento, se va haciendo mediante sucesivas ampliaciones de capital (Osácar, 1994).

¹⁷⁴ Este tipo de estrategia es la que también se ha seguido en el proceso de creación de las SICAV.

3.5.1. El mercado de las instituciones de inversión colectiva

En el marco del Sistema Financiero español la inversión colectiva ha estado protagonizada por los fondos de inversión de carácter financiero, contribuyendo a su excepcional desarrollo un conjunto de factores: marco legal, liberalización del Sistema Financiero, déficit público, régimen fiscal, clima bursátil, desarrollo tecnológico, mayor cultura financiera de los ahorradores, evolución de los tipos de interés y, de manera especial, los importantes esfuerzos del sector bancario comercializando estos productos. La fórmula societaria de la inversión colectiva mobiliaria tuvo un menor desarrollo, siendo utilizada fundamentalmente para canalizar la administración de patrimonios familiares importantes¹⁷⁵.

Tabla 3.20. Número y patrimonio de los fondos de inversión financieros (millones euros).

Años	Número	Patrimonio	Variación anual		Etapas	Aspectos relevantes
			Importe	%		
1983	23	199	73	57,9	Desarrollo sostenido	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 46/1984. • Reglamento 1985. • Nacen los FIAMM. • Buen clima bursátil. • Predominio renta fija. • Publicidad Tesoro. • Público (octubre 90).
1984	26	499	300	150,8		
1985	37	854	355	71,1		
1986	59	2.508	1.654	193,7		
1987	105	2.904	396	15,8		
1988	175	4.610	1.706	58,7		
1989	212	5.227	617	13,4		
1990	268	6.487	1.260	24,1	Boom	<ul style="list-style-type: none"> • Publicidad bancaria. • Nuevo reglamento. • Legislación fiscal.
1991	373	23.260	16.773	258,6		
1992	477	37.746	14.486	62,3		
1993	571	61.872	24.126	63,9	Estancamiento	<ul style="list-style-type: none"> • Crisis monetaria. • Inicio fondos garantizados.
1994	666	67.611	5.739	9,3		
1995	756	73.282	5.671	8,4	Consolidación	<ul style="list-style-type: none"> • Popularización fondos. • Crecimiento fondos garantizados. • Oferta unit-linked.
1996	969	112.440	39.158	53,4		
1997	1.481	162.450	50.010	44,5		
1998	1.881	203.774	41.324	25,4		
1999	2.167	206.294	2.520 ⁽¹⁾	1,2	Crisis	<ul style="list-style-type: none"> • Crisis merc. finan. • Tipos de interés bajos. • Impulso Simcav's.
2000	2.467	186.068	-20.226	-9,8		
2001	2.599	181.323	-4.745	-2,6		
2002	2.538	174.734	-6.589	-3,6	Madurez	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 35/2003 de IIC. • Fin peaje fiscal.
2003	2.554	210.627	35.893	20,5		
2004	2.621	236.088	25.461	12,1		
2005	2.723	262.201	26.113	11,1		
2006	2.857	270.407	8.206	3,1	¿declive?	<ul style="list-style-type: none"> • Ley 35/2006 de IRPF.
2007	3.006	256.042	-14.365	-5,3		

⁽¹⁾ La crisis bursátil se inicia en la segunda mitad de 1999.

Fuente: Elaboración propia.

¹⁷⁵ La SIMCAV (ahora denominada SICAV) ha sido, especialmente a partir de 1997, el principal medio utilizado para administrar patrimonios familiares o empresariales, aprovechando las ventajas que proporciona la inversión colectiva, especialmente las fiscales.

Tabla 3.21. Evolución de las instituciones de inversión colectiva (millones de euros).

Años	Fondos de inversión financieros			SIM + SICAV			Fondos de inversión inmob.			Soc. Inv. Inm.		
	Nº	Participes	Patrim.	Nº	Accionis.	Patrim.	Nº	Participes.	Patrim.	Nº	Accion.	Patrim.
1995	756	2.945.515	73.282	268	92.628	2.509	4	1.897	72	0	0	0
1996	969	4.291.129	112.440	285	90.335	3.202	4	2.174	85	0	0	0
1997	1.481	6.220.831	162.450	355	93.407	4.817	4	4.617	132	0	0	0
1998	1.881	7.987.729	203.774	591	101.944	8.129	5	14.250	396	0	0	0
1999	2.167	8.038.066	206.294	1.094	127.036	13.159	5	33.042	871	0	0	0
2000	2.467	7.693.195	186.068	1.670	186.735	15.439	5	43.200	1.216	0	0	0
2001	2.599	7.454.374	181.323	2.268	293.548	19.346	5	52.752	1.520	1	1	19
2002	2.538	7.090.418	174.735	2.775	338.076	18.900	5	70.506	2.113	2	115	30
2003	2.554	7.617.762	210.627	3.002	367.110	22.188	5	88.501	2.841	1	104	9
2004	2.621	7.880.076	236.088	3.097	381.300	25.103	7	113.072	4.301	2	121	56
2005	2.723	8.450.164	262.201	3.118	418.920	27.609	7	118.857	6.472	6	256	214
2006	2.854	8.637.783	270.407	3.149	410.403	30.153	9	150.304	8.596	8	749	456
2007	3.006	8.056.999	256.042	3.290	434.456	31.482	9	145.510	8.609	9	843	513

Fuente: Elaboración propia.

Desde su aparición en 1966 y a lo largo de más de cuarenta años, se pueden distinguir varios periodos en la evolución de los fondos de inversión de carácter financiero inscritos en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los primeros veinticinco años (1966-1990) se caracterizan por una pasiva comercialización y desconocimiento del producto, siendo las reticencias del sector bancario para vender fondos en sus oficinas la causa principal de su moderado crecimiento. Entre esa fecha y el año 2006 se distinguen cinco etapas en las que se alternaron extraordinarios crecimientos junto a periodos de estancamiento y otros de crisis (véase la Tabla 3.20).

La nueva ley del IRPF que entró en vigor el 1-1-2007 (Ley 35/2006 de 28 de noviembre), inicia una etapa que se caracteriza porque unifica la tributación del ahorro a un tipo fijo del 18%¹⁷⁶ lo que perjudica a los fondos más conservadores en favor de los depósitos bancarios¹⁷⁷ y otros productos alternativos (Letras del Tesoro, Valores de Renta Fija, etc), por lo que la evolución futura de esta industria está condicionada por el desarrollo de nuevos productos: fondos de inversión libre (*hedge fund*¹⁷⁸) y fondos cotizados (ETF¹⁷⁹), así como de la migración de partícipes hacia fondos de mayor riesgo buscando rentabilidades superiores a las proporcionadas por los productos sin riesgo y con una mayor movilidad en el corto plazo¹⁸⁰. La inversión colectiva inmobiliaria no debería verse tan afectada por estos cambios fiscales, que favorecen las transacciones a corto plazo, teniendo en cuenta el destino de las inversiones y su vocación de permanencia en el tiempo, así como las nuevas posibilidades de diversificación que se abren con la nueva normativa que facilita la inversión en el exterior. La Tabla 3.21 muestra el desarrollo de los cuatro tipos de instituciones de inversión colectiva (financieras y no financieras) que hasta ahora han sido objeto de regulación por el legislador español. La inversión colectiva inmobiliaria española es todavía incipiente, aunque en los últimos años ha experimentado un fuerte crecimiento (en 2007 representa el 3,1% sobre el patrimonio total de la I.C., próxima a los 300 mil millones de euros).

3.5.2. El mercado de la vivienda en España

La vivienda es, sin duda, la cruz, pero también la cara, de la economía española. La cara, en cuanto a su papel generador de empleo, con un gran efecto arrastre sobre otros sectores productivos, lo que ha favorecido una etapa de elevado dinamismo económico que, a su vez, ha permitido

¹⁷⁶ El tipo fijo del 18% se aplica sobre las rentas generadas por todos los instrumentos financieros y por seguros de vida y operaciones de capitalización, generadores de rendimientos del capital, con independencia del plazo de la inversión y de la calificación de la renta como rendimiento o como ganancia patrimonial.

¹⁷⁷ Hasta el 31-12-06, el rendimiento de los fondos tributaba al 15% y el de los depósitos al tipo marginal de cada inversor (hasta el 45%).

¹⁷⁸ Los fondos de inversión alternativa, también conocidos como de inversión libre o *hedge fund*, tratan de obtener rentabilidades absolutas, al margen de lo que haga el mercado, para lo cual hacen uso de instrumentos derivados y endeudamiento.

¹⁷⁹ Los ETF (*Exchange Traded Funds*) o fondos cotizados tratan de replicar índices y su principal peculiaridad radica en que cotizan en Bolsa como la acción de una compañía, lo que permite comprarlos y venderlos tantas veces como se quiera en una sola sesión.

¹⁸⁰ El que esto pueda lograrse dependerá, en buena parte, de los esfuerzos de promoción que realicen las instituciones comercializadoras de los nuevos productos.

intensificar el proceso de convergencia de la economía española. La cruz, desde la perspectiva de las crecientes dificultades que tienen los jóvenes y familias para acceder a la vivienda, así como desde un enfoque macroeconómico, por la generación de un modelo de crecimiento que genera unas abultadas necesidades externas de financiación (Ferraz, 2006).

En los últimos años la oferta de viviendas en España ha triplicado —si la medimos en relación con la población— a la media de los países europeos¹⁸¹. La acusada reducción de los tipos de interés a partir del año 1994 y la fuerte competencia existente en el sector bancario, han permitido que las ofertas hipotecarias se hayan ido flexibilizando, mejorando sus condiciones de financiación, ampliando los plazos de amortización (hasta cincuenta años) y elevando la cuantía del principal del préstamo (llegando a alcanzar el 100% del valor de tasación del inmueble¹⁸²), lo que estimula su adquisición. España se mantiene como el país europeo con mayor proporción de viviendas en propiedad¹⁸³, produciéndose una disminución paulatina de las que se ofertan en alquiler “hasta proporciones que hoy en día resultan problemáticas por su escasez, dificultando la emancipación de los jóvenes, el asentamiento de los inmigrantes¹⁸⁴ y, en general, la movilidad laboral” (Leal, 2005).

A las mejores condiciones de financiación se unen otros factores que han contribuido a impulsar la adquisición directa de viviendas:

- Crecimiento del empleo y de la renta bruta disponible de los hogares españoles.
- Incremento del número de hogares formados por nacidos en los años setenta (generación del *baby boom*).
- Inversiones realizadas en nuestro país por no residentes.
- La posibilidad de blanqueo de dinero que facilitan estas inversiones se ve potenciada a partir del 1 de enero de 2002 con la adopción del euro.
- La escasa rentabilidad de los activos financieros de bajo riesgo, con tipos reales negativos y que en la mayoría de los casos estaban gravados a tipos marginales, favorecen la adquisición de inmuebles como alternativa de inversión¹⁸⁵.

¹⁸¹ En el periodo 2001-2004 España superó a Alemania y Francia conjuntamente en el número de viviendas iniciadas.

¹⁸² La relación entre empresas de tasación y entidades crediticias favorece la posibilidad de obtener créditos por encima del 80% del valor real de la vivienda. Esto se consigue fácilmente aumentando el valor de tasación (García-Montalvo, 2006). Para evitar esta práctica la nueva Ley 41/2007 establece un régimen de sanciones que puede llegar a suponer la pérdida de la homologación para prestar servicios de tasación a las Sociedades de Tasación que hayan faltado a la veracidad en sus valoraciones de los inmuebles que posteriormente se usan como garantía de los préstamos hipotecarios.

¹⁸³ En España el porcentaje de hogares que tienen su casa en propiedad alcanza un valor elevado en el contexto internacional (82%, frente al 61% de promedio de la zona del euro o el 60% de Estados Unidos).

¹⁸⁴ Los extranjeros representan en torno al 38% de los inquilinos (Morón, 2005).

¹⁸⁵ En nuestro país ha ido cobrando importancia dentro del censo de viviendas totales, las viviendas “secundarias” y las “desocupadas”. Mientras que en 1950 el peso de este tipo de viviendas apenas representaba el 5%, en 2001 eran ya un tercio del total y en el periodo 1991-2001, también una tercera parte de las viviendas que se construyeron tuvieron este destino (2.205.933 principales y 1.177.744 no principales).

- Las crisis de los mercados bursátiles a partir de la segunda mitad de 1999 y la volatilidad de las cotizaciones a partir de 2003, condicionaron estas inversiones favoreciendo la adquisición de activos reales.
- El mantenimiento de las ventajas fiscales para la adquisición de la vivienda principal es un factor que estimula la compra frente al alquiler.
- La llegada masiva de inmigrantes también ha favorecido tanto la compra como el destino de viviendas hacia el alquiler.

El año 2007 ha constituido el punto de inflexión del extraordinario ciclo expansivo en el sector inmobiliario durante los diez últimos años¹⁸⁶. La crisis ya observada en 2008 se traduce en una menor demanda de compras directas y unas mejores expectativas para el mercado del alquiler, que constituye el objetivo de negocio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria¹⁸⁷.

3.5.3. Participación de los grupos financieros en la creación de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria

En los FII se da el caso especial de que mientras sus participaciones son un activo financiero, su patrimonio pertenece al mercado inmobiliario. Este doble vínculo dificulta la gestión por lo que junto a las sociedades gestoras, responsables principales frente a los partícipes, suelen aparecer otras entidades que prestan su colaboración en las labores de administración inmobiliaria, entre cuyas funciones estarían las siguientes:

- Búsqueda, análisis y selección de las oportunidades de inversión en inmuebles.
- Administración del inmueble.
- Cobro y actualización de las rentas.
- Reclamaciones en caso de impago.
- Supervisión de las condiciones contractuales de arrendatarios y de los distintos suministradores.
- Relación de los inquilinos y empresas de mantenimiento.
- Asistencia técnica del inmueble y conocimiento de las necesidades del mismo.

Los grupos financieros españoles presentes en este mercado que podríamos considerar como de “ahorro financiero inmobiliario” lo han

¹⁸⁶ En los periodos 1969-1974 y 1986-1991 ya se habían producido situaciones similares, si bien en el periodo actual ha destacado el intenso volumen de construcción residencial desarrollado y el que alcanzasen una proporción significativa las compras de viviendas por razones de inversión. El primero de los tres periodos de auge culminó una larga etapa de apertura al exterior de la economía española y de reconstrucción del maltrecho parque de viviendas de España del final de los años cincuenta, en el que bastantes de los trabajadores españoles en Europa pagaban desde la emigración las viviendas que se construían en España. El segundo episodio se desarrolló paralelo a los procesos de apertura y desarrollo de los mercados hipotecarios en los países industriales y el último ha coincidido con la introducción del euro como moneda única en doce estados miembros de la Unión Europea (Rodríguez López, 2006).

¹⁸⁷ Se considera que la relación entre los precios de las viviendas y los de los alquileres se ha situado en posiciones muy por encima de sus niveles de equilibrio, situación que se corregirá de una u otra forma (elevando los alquileres o estabilizando, o incluso bajando, los precios de las viviendas) (Rodríguez López, 2006).

hecho fundamentalmente para ampliar el abanico de productos que ofrecen a su clientela (innovación), mejorar las posibilidades de captar nuevos clientes y fidelizar a los actuales a través de la “venta cruzada”, considerándolo como un producto complementario sobre el que no han realizado esfuerzos promocionales significativos.

Únicamente ocho grupos financieros han participado en la creación y comercialización de este tipo de productos (CECA, BBVA, Caixa Catalunya, Caja Madrid, SCH, Banco Sabadell, Bankpyme e Inverseguros), cuyo mercado estuvo hasta el 2002 monopolizado por los dos primeros grupos bancarios españoles (SCH y BBVA) pues el fondo promovido por Inverseguros, S.V.B. no compitió en el mercado al estar dirigido al inversor institucional. A partir de 2003 se incorporan seis nuevos fondos que impulsan el desarrollo de esta industria cuyo patrimonio administrado se cuadruplica en cinco años pasando de 2.113 millones de euros en 2002 a 8.609 al final de 2007, observándose un ligero retroceso a partir de entonces (a 30-06-08 el patrimonio conjunto de nueve FII en vigor ascendía a 8.394 millones de euros).

Tabla 3.22. Fondos de Inversión Inmobiliaria a 31-12-2007.

Denominación	Inscrip.	Grupo financiero	Gestora	Depositorio	Admón. inmueb.	Tasadora
Ahorro Corp. Patr. Inm.	07/09/2004	Ahorro Corp.	A. C. Gestión	CECA	Testa Inmb. en Renta	Tas. Inmob.
BBVA Propiedad	21/02/1995	BBVA	BBVA Gestión	Banc Dep. BBVA	Gesinar Patr. Inm.	Ibertasa
Caixa Catalunya Prop.	21/05/2006	Caixa Cat.	C. Cat. Gestión	Caixa Cataluña	ND	ND
Madrid Patrimonio Inm.	14/02/2003	Caja Madrid	Gesmadrid	Caja Madrid	Realia Business	Téc. de Tas.
Sabadell BS Inmobil.	13/01/2004	Sabadell	Bansabadell Inv.	Banco Sabadell	ND	ND
Segurfondo Inversión	21/02/1995	Inverseguros	Inver. Gestión	Inverseg. SVB	No existe	Tinsa
Segurfondo Terciario	13/07/2007	Inverseguros	Inver. Gestión	Inverseg. SVB	No existe	Tinsa
Habitat Patrimonio Inm.	19/06/2006	Santander	Sant Real Estate	Banco Banif	Sered	Tas. Madrid
Santander Banif Inm.	21/02/1995	Santander	Sant Real Estate	Banco Banif	Testa y La U.R.E. ⁽¹⁾	Tas. Madrid

⁽¹⁾ Testa Inmb. en Renta y La Unión Resinera Española.

Fuente: Elaboración propia.

El inversor puede realizar las suscripciones directamente en la Sociedad Gestora o a través de las entidades comercializadoras: Banco de Finanzas e Inversiones (FIBANC) y EDM Servicios Financieros, S.V., para Habitat Patrimonio Inmobiliario; a través de nueve Cajas de Ahorros Confederadas, que fueron las que aportaron el patrimonio inicial en el momento de la constitución del Fondo y que reembolsarán sus participaciones a

medida que las suscriban sus clientes, para Ahorro Corporación Patrimonio Inmobiliario; BBVA Propiedad lo comercializa el Grupo BBVA, que ofrece asociado al fondo un Plan de Ahorro Sistemático a través de un programa de suscripción periódica de participaciones; Madrid Patrimonio Inmobiliario es comercializado por Altae Banco, Bancofar y Caja de Ahorros de Madrid; Segurfondo Inversión y Segurfondo Terciario se dirigen fundamentalmente a inversores institucionales del sector asegurador (Compañías de Seguros, Mutuas, Mutualidades, Fondos de Pensiones y figuras afines), aunque podría ser suscrito por cualquier persona física o jurídica dado el carácter abierto del fondo, a través de Inverserguros, S.V.B. y Tressis, A.V.; Santander Banif Inmobiliario es comercializado por Banesto, Banco Banif y Santander.

3.5.4. Evolución de la inversión colectiva inmobiliaria española

3.5.4.1. El patrimonio y los inversores

Aunque las cifras, tanto en volumen de patrimonio como en número de partícipes, son todavía relativamente modestas, su crecimiento ha sido constante y se ha acelerado especialmente en los últimos años, produciéndose fuertes corrientes de suscripción de participaciones. A pesar de ello, en España el sector de los fondos inmobiliarios se encuentra por detrás del mercado europeo, el cual con una mayor tradición y una regulación mucho más flexible tiene mayor grado de libertad en la gestión y en la mayoría de los casos pueden invertir en tesorería, en acciones de sociedades inmobiliarias cotizadas en bolsa, en todo tipo de inmuebles y recurrir en mayor grado al apalancamiento financiero, sin la necesidad de cumplir los estrictos límites para la inversión y diversificación que establece la normativa española. Con objeto de evitar la especulación, la legislación no permite la adquisición de suelo ni la gestión del mismo. No obstante, la nueva regulación que afecta a las IIC inmobiliarias les autoriza invertir hasta el 20% de su activo en promoción de viviendas, que habrá de mantenerse siete años en arrendamiento, lo que les permite entrar directamente en la primera fase del negocio inmobiliario.

Algunos fondos españoles se están mostrando últimamente muy activos al diversificar sus inversiones y al no limitar sus adquisiciones al mercado doméstico desde el momento en que se flexibilizó la normativa¹⁸⁸, teniendo en cuenta que el mercado residencial en otras capitales europeas tiene, al día de hoy, unas mejores perspectivas y oportunidades de inversión que en las principales ciudades españolas, en especial la Europa del Este (República Checa, Polonia, Hungría, Bulgaria...) que presenta una situación similar a la de España hace diez años y podría tener un interesante potencial de revalorización.

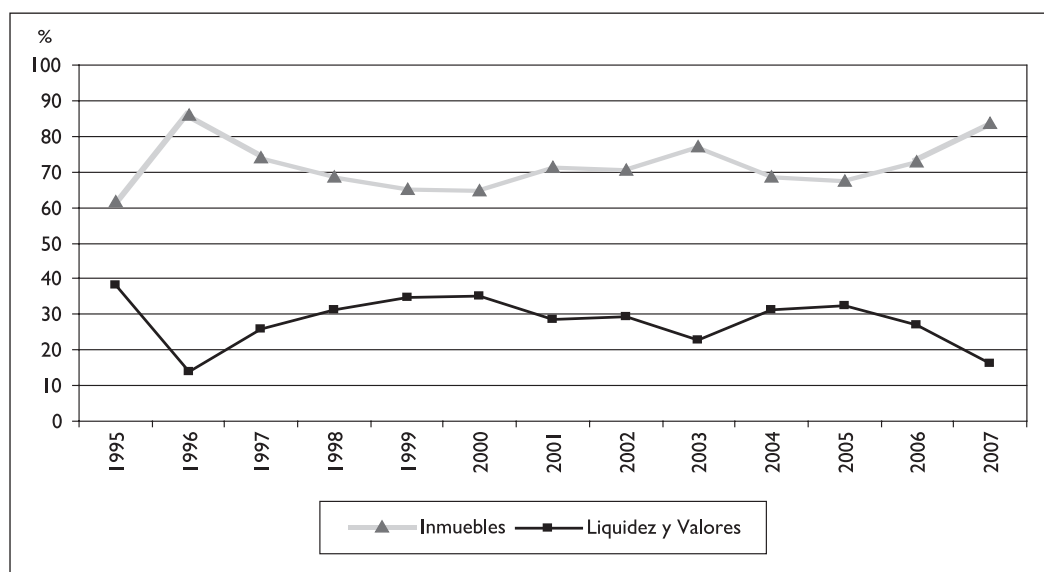
¹⁸⁸ En la nueva regulación de las IIC inmobiliarias se permite que hasta el 15% de su patrimonio esté invertido en sociedades cuyo activo esté mayoritariamente constituido por bienes inmuebles, facilitándose con esta medida la inversión de las IIC inmobiliaria españolas en inmuebles extranjeros, mientras que anteriormente tenían que invertir directamente, convirtiéndose en titulares registrales del inmueble lo que implicaba el pago de los impuestos locales, que se evitan al realizar las inversiones a través de una sociedad. Las restricciones existentes para las inversiones en el exterior han sido uno de los principales obstáculos para un mayor desarrollo de estas instituciones.

Tabla 3.23. Patrimonio de los Fondos de Inversión Inmobiliaria españoles (miles euros).

Año	Liquidez		Valores		Viviendas		Otros inmuebles		Resto		Total	% inversión en alquiler
	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%	Importe	%		
1995	1.016	1,4	25.297	35,3	20.603	28,8	21.811	30,5	2.831	4,0	71.557	34,9
1996	715	0,8	10.722	12,6	46.470	54,6	25.345	29,8	1.839	2,2	85.091	57,7
1997	1.154	0,9	32.665	24,8	59.693	45,3	37.323	28,3	1.040	0,8	131.874	80,0
1998	44.655	11,3	80.986	20,4	171.805	43,4	102.797	25,9	-5.674	-1,4	396.193	78,5
1999	10.890	1,3	284.514	32,7	296.058	34,0	262.108	30,1	17.543	2,0	871.113	83,7
2000	39.627	3,3	409.443	33,7	372.904	30,7	461.438	38,0	-67.590	-5,6	1.215.822	79,0
2001	13.322	0,9	460.689	30,3	477.426	31,4	700.774	46,1	-131.739	-8,7	1.520.472	74,1
2002	9.181	0,4	634.890	30,1	611.604	29,0	948.820	44,9	-91.926	-4,4	2.112.569	65,9
2003	32.147	1,1	635.635	22,4	971.779	34,2	1.306.286	46,0	-105.147	-3,7	2.840.700	73,1
2004	116.117	2,7	1.295.332	30,1	1.178.743	32,0	1.924.444	44,8	-413.790	-9,6	4.300.846	67,4
2005	78.140	1,2	2.178.544	33,7	2.099.663	32,4	2.590.393	40,0	-475.152	-7,3	6.471.588	59,8
2006	346.303	4,0	2.080.851	24,2	3.083.736	35,9	3.505.259	40,8	-420.236	-4,9	8.595.913	67,4
2007	335.666	3,9	1.083.101	12,6	3.849.542	44,7	3.413.807	39,7	-73.571	-0,9	8.608.545	83,1

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.13. Distribución patrimonial de los FII.



La evolución patrimonial de los Fondos de Inversión Inmobiliaria españoles es reflejada en la Tabla 3.23, así como el peso relativo de sus principales inversiones, entre las que cabe destacar la de otros inmuebles (que incluyen las residencias estudiantiles y de la tercera edad) y la cartera de valores.

3.5.4.2. Comparación entre las rentabilidades obtenidas en relación con índices de referencia

La rentabilidad se obtiene por medio de tres vías: el cobro de rentas a los arrendatarios, la revalorización de los inmuebles propiedad del fondo y, por último, los rendimientos que produzcan el efectivo y los valores mobiliarios presentes en la cartera del fondo.

La inversión en los Fondos Inmobiliarios ha proporcionado hasta ahora un rendimiento financiero superior al tipo de interés sin riesgo, con una volatilidad menor que la inversión en bolsa. A pesar de las peores perspectivas del sector inmobiliario, la diversificación del patrimonio de los fondos junto con el sistema de valoración prudente que establece la normativa¹⁸⁹ puede permitir que estos instrumentos sigan manteniendo atractivas rentabilidades recurrentes, aunque posiblemente algo más reducidas en el futuro que las obtenidas en los últimos años¹⁹⁰. Según

¹⁸⁹ Los inmuebles se valoran al menos una vez al año al menor de los dos valores siguientes: el valor teórico del mercado o el resultante de capitalizar las rentas que se obtienen por su arrendamiento en función de unos coeficientes. Este sistema de valoración, que puede situar los valores en balance por debajo de su precio real de mercado, supone un colchón de seguridad en caso de caída del sector inmobiliario.

¹⁹⁰ En el importante flujo de capitales que se ha dirigido hacia los fondos inmobiliarios en los últimos años ha tenido mucha influencia el *boom* inmobiliario, pero el partícipe debe tener en cuenta que la rentabilidad depende más del mercado del alquiler que del de la compra-venta de inmuebles y los alquileres de las viviendas han subido mucho menos que el experimentado por el precio de las mismas. Resulta más rentable el alquiler de oficinas y naves industriales, en la que también invierten los fondos.

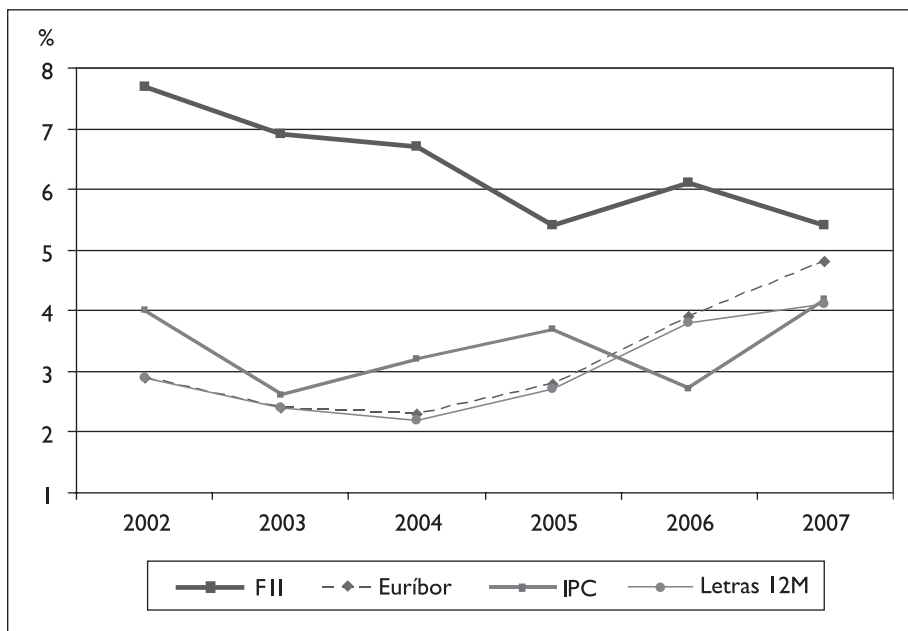
datos de Inverco la rentabilidad interanual a agosto de 2008 se situó en el 4,55%.

Tabla 3.24. Rentabilidad comparada de los FII (%).

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Euríbor	2,9	2,4	2,3	2,8	3,9	4,8
IPC	4	2,6	3,2	3,7	2,7	4,2
Letras 12 M	2,9	2,4	2,2	2,7	3,8	4,1
IBEX 35	-28,1	28,2	17,4	18,2	31,8	7,3
FII	7,7	6,9	6,7	5,4	6,1	5,4

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.14. Rentabilidad comparada FII.



3.5.4.3. Comisiones percibidas por las sociedades gestoras y los depositarios

Las sociedades gestoras y los depositarios podrán aplicar a los fondos comisiones de gestión y de depósito respectivamente, e igualmente las sociedades gestoras podrán percibir de los partícipes comisiones por los conceptos de suscripción y reembolso.

La normativa en vigor¹⁹¹ establece unos límites máximos a las comisiones que pueden aplicarse a los Fondos de Inversión Inmobiliaria,

¹⁹¹ Reglamento de la Ley 35/2003 de IIC (Real Decreto 1309/2005).

cuya estructura es similar a la establecida para los fondos de carácter financiero, aún cuando los límites autorizados son más elevados, teniendo en cuenta las mayores dificultades que implica la administración de los fondos de carácter no financiero, ya que requieren una gestión muy especializada y un gran conocimiento del mercado inmobiliario. Con todo, los fondos inmobiliarios españoles aplican generalmente comisiones inferiores a los límites máximos establecidos, cuyos importes figuran en la Tabla 3.25.

Actualmente, en todos los fondos españoles las comisiones de gestión se aplican sobre el patrimonio administrado y, en ningún caso, sobre resultados. No perciben comisiones de suscripción, mientras que las de reembolso son decrecientes, desapareciendo totalmente a partir del tercero o cuarto año del mantenimiento de la inversión. Algunos fondos aplican un “descuento a favor del fondo por reembolso” cuando las aportaciones fueron realizadas en especie y para determinados plazos de reembolso.

Cinco fondos permiten la liquidez con periodicidad semestral, uno: tres veces al año y tres: cuatro veces al año. Los Fondos del Grupo Santander son los que exigen una inversión mínima inicial de mayor cuantía (3.000 euros) y le sigue Madrid Patrimonio Inmobiliario con 1.500 euros.

Tabla 3.25. Comisiones de los FII, inversión mínima en euros y política de liquidez.

Fondo	Comisiones					Inversión mínima	Liquidez
	Gestión	Suscrip.	Reemb.	Deposit.	Dto. f/ Fondo		
Santander Banif Inm.	3,00%	No existe	4,00%	0,40%	No existe	3.000	Semes.
BBVA Propiedad	3,00%	No existe	3,00%	0,00%	ND	60	Trimes.
Segurfondo Inversión	1,45%	No existe	No existe	0,15%	10,00%	No existe	Cuatr.
Madrid Patrimonio Inm.	3,00%	No existe	2,00%	0,10%	2,00%	1.500	Trimes.
Sabadell BS Inm.	3,00%	No existe	2,00%	0,00%	2,00%	600	Semes.
Ahorro Corp. Patr. Inm.	3,00%	No existe	3,00%	0,10%	10,00%	600	Trimes.
Caixa Catalunya Prop.	3,00%	No existe	4,00%	0,10%	2,00%	100	Semes.
Habitat Patrimonio Inm.	3,00%	No existe	4,00%	0,20%	No existe	3.000	Semes.
Segurfondo Terciario	1,50%	No existe	No existe	0,15%	ND	No existe	ND
Com. Máx. Permitida	4,00%	5,00%	5%	0,40%		–	Anual

Fuente: Elaboración propia.

3.5.4.4. La comercialización de los FII y de las SII

Los fondos de inversión de carácter financiero se popularizaron gracias a las agresivas campañas de marketing realizadas por sus comercializadores (véase el epígrafe 3.3.4). Esta misma estrategia no se ha seguido en los casos de los Fondos de Inversión Inmobiliaria que todavía hoy son los grandes desconocidos para el ahorrador medio, potencial cliente de estos instrumentos, constituyendo una alternativa complementaria a las inversiones financieras. Han transcurrido más de diez años desde su introducción y todavía está pendiente una adecuada promoción comercial de los mismos. Las restricciones legales a las que están sometidos es un factor más que dificulta su desarrollo, principalmente por la necesidad de invertir al menos el 50% del patrimonio en inmuebles residenciales (viviendas, residencias para la tercera edad o para estudiantes), para acogerse tanto a la ventajosa tributación interna del 1% sobre los rendimientos y plusvalías generadas, como a otras ventajas fiscales.

3.5.5. El tratamiento fiscal como factor diferencial

El favorable tratamiento fiscal¹⁹² destaca como uno de los factores que explican que los fondos de inversión se hayan convertido en el motor principal de la inversión institucional en España. Para los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria no existe un tratamiento fiscal específico y comparten con los de carácter financiero las mismas ventajas fiscales.

Los rendimientos obtenidos por los partícipes quedan sometidos a gravamen sólo cuando se produce el reembolso de las participaciones, aplicándose sobre el importe obtenido por diferencia entre el valor de venta de las participaciones y su precio de adquisición. Esta diferencia tiene la consideración de incremento o disminución patrimonial en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) o en el Impuesto de Sociedades, según sea el partícipe sujeto pasivo de uno u otro impuesto. Por otra parte, desde 2003 se permite trasladar las participaciones de un fondo a otro sin coste fiscal, por lo que se produce un diferimiento fiscal de las revalorizaciones acumuladas.

Sin embargo, existen diferencias en cuanto a su tributación interna ya que para que las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria estén sujetas al mismo tipo reducido del 1% en el Impuesto de Sociedades aplicado con carácter general a las instituciones de carácter financiero y además gozar de una bonificación del 95% en el impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, es condición necesaria que al menos el 50% de su patrimonio esté invertido en viviendas, residencias para estudiantes o personas de la tercera edad¹⁹³. Esta

¹⁹² En casi todos los países la inversión colectiva inmobiliaria suele estar sujeta a una fiscalidad más favorable que la que rige para el resto de empresas y existen figuras que están totalmente exentas de la tributación por el impuesto de sociedades por los beneficios y plusvalías que obtienen. Es lo que se denomina "régimen de transparencia fiscal". En estos casos solamente se gravan las ganancias del inversor final (Marqués y Maza, 2006).

¹⁹³ En un principio la fiscalidad aplicable a las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria era discriminatoria en función del porcentaje que la vivienda representaba respecto al patrimonio total, distinguiéndose tres modalidades de fondos: Inversión total en viviendas (tipo impositivo: 1%); Inversión mixta y al menos el 50% en viviendas (tipo impositivo: 7%) y las Instituciones libres, cuyo patrimonio inmobiliario no cumple el requisito mínimo de inversión en vivienda, que tributarán conforme al régimen general del Impuesto de Sociedades.

limitación, aunque suavizada con la incorporación de las residencias, constituye probablemente el principal freno para un mayor desarrollo de estas instituciones.

Es necesario, además, que el número de partícipes sea como mínimo cien¹⁹⁴ y que los bienes inmuebles integrantes del activo del fondo no se enajenen hasta que no transcurra un plazo de, al menos, tres años desde su adquisición, salvo autorización expresa de la CNMV. El incumplimiento de estos requisitos daría lugar a la tributación por el tipo general en vez del 1%. En los Fondos de Inversión Inmobiliaria de nueva creación, el Reglamento del Impuesto permite provisionalmente la aplicación del 1%, siempre y cuando alcancen el porcentaje de participación anteriormente mencionado en un plazo de dos años desde su inscripción en el registro de la CNMV. Este coeficiente se computará en términos de promedio anual de saldos mensuales¹⁹⁵.

En aquellos fondos que desarrollen actividades de promoción inmobiliaria, se aplicará el tipo impositivo reducido si cumplen las siguientes condiciones:

- Que las inversiones en inmuebles afectas a la actividad de promoción inmobiliaria no superen el 20% del total del activo del fondo.
- Que la actividad de promoción inmobiliaria y la de arrendamiento sean objeto de contabilización separada para cada uno de los inmuebles adquiridos o promovidos.
- Que los inmuebles derivados de la actividad de promoción, permanezcan arrendados u ofrecidos en arrendamiento por el fondo de inversión inmobiliario por un periodo mínimo de siete años computable desde la fecha de terminación de la construcción.

Desde el punto de vista de la tributación del partícipe, la nueva ley sobre el IRPF, en vigor desde el 1 de enero de 2007, introduce importantes cambios en el tratamiento fiscal del ahorro que también afectan a los fondos y a las Sociedades de Inversión Inmobiliaria. La filosofía del nuevo IRPF mejora la tributación del ahorro a corto plazo respecto a la normativa anterior al dar un trato neutral al ahorro mediante la aplicación de un tipo único de gravamen del 18% para todos los instrumentos (acciones, plusvalías, depósitos bancarios, dividendos, seguros, fondos de inversión, etc.) con independencia de su origen y plazo de generación, y no hay que olvidar que la inversión colectiva inmobiliaria tiene una clara vocación de largo plazo.

3.5.6. Singularidades de la inversión colectiva inmobiliaria

Existen características comunes entre las distintas modalidades de inversión colectiva aunque las de carácter inmobiliario presentan singularidades propias que las distinguen de las financieras y, a su vez, dentro de la propia inversión colectiva inmobiliaria se observan diferencias entre la fórmula societaria y los fondos.

¹⁹⁴ Para alcanzar este número las IIC disponen de un plazo de un año desde la fecha de inscripción en el registro administrativo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

¹⁹⁵ Este requisito se deberá cumplir a nivel individual por cada compartimento en caso de que las instituciones estuvieran formadas por dos o más de estos.

La Tabla 3.26 recoge las principales diferencias que existen entre Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria, y entre las Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable y los Fondos de Inversión financieros.

Tabla 3.26. Diferencias entre las distintas modalidades de inversión colectiva.

Concepto	Sociedades		Fondos	
	SICAV	SII	FI	FII
Estructura	Abierta	Cerrada	Abierta	Abierta
Coefficiente liquidez mínimo	3%	No se exige	3%	10% ⁽¹⁾
Inversión mín. A.F. o Inm.	90%	90%	90%	70%
Patrimonio mínimo (en euros)	2.400.000 ⁽²⁾	9.000.000	3.000.000	9.000.000
Nº mín. partícipes o accionistas	100 ⁽³⁾	100 ⁽³⁾	100 ⁽³⁾	100 ⁽³⁾
Gestora	No se exige	No se exige	No se exige	Obligatoria
Depositario	Sí	Sí	Sí	Sí
Cálculo valor liquidativo	Cot./ Valor teórico	Cot./ Valor teórico	Diario	Mensual
Suscripciones	Compra/ Venta	Compra/ Venta	Diarias	Mensuales
Reembolsos	Compra/ Venta	Compra/ Venta	Diarios	Al menos una vez al año
Apalancamiento financ. máxima	10%	50%	10%	50%
Tributación	1%	1%	1%	1%
Supervisión	CNMV	CNMV	CNMV	CNMV
Auditoría de cuentas	Sí	Sí	Sí	Sí

⁽¹⁾ El cumplimiento del coeficiente se limitará a los meses en los que existe derecho de reembolso de los partícipes.

⁽²⁾ El capital estatutario máximo no podrá superar en más de 10 veces el capital inicial.

⁽³⁾ Si se trata de una institución por compartimentos, el número se reduce a 20 inversores por compartimento.

Fuente: Elaboración propia.

3.5.7. La inversión colectiva inmobiliaria desde la perspectiva del inversor

La inversión colectiva inmobiliaria constituye una modalidad que puede resultar atractiva para los ahorradores en función del nivel de riesgo que estén dispuestos a asumir, de la permanencia de la inversión a realizar y de la cuantía de los recursos disponibles.

Sus **ventajas** son las siguientes:

- La inversión colectiva inmobiliaria está especialmente dirigida al inversor conservador cuyo horizonte temporal es el largo plazo (5 a 10 años).
- Estas instituciones combinan la seguridad que proporcionan de los inmuebles con las ventajas de la inversión colectiva y, al mismo tiempo, mejoran la liquidez de la inversión inmobiliaria directa.
- Son productos que han sido desarrollados con éxito en otros países de nuestro entorno.
- El gran volumen de recursos y la información disponible, facilita elegir los mejores patrimonios y conseguir buenas condiciones de compra y venta.
- Permite al pequeño y mediano inversor diversificar sus recursos en un producto a largo plazo y convertirse en copropietario¹⁹⁶ de un patrimonio inmobiliario con desembolsos ajustados a sus posibilidades sin necesidad de endeudarse. Por otra parte, la IIC inmobiliaria debe invertir en varios inmuebles, distintas ciudades y múltiples inquilinos, lo que constituye un factor reductor del riesgo al no concentrar toda la inversión en un solo activo. Personas con capacidad suficiente para ser propietarios individuales también pueden elegir esta fórmula, y así se evitan los numerosos problemas asociados a la administración de los inmuebles.
- Otra característica a destacar es la transparencia prevista por la legislación. El partícipe recibe información periódica sobre las inversiones del fondo, su ocupación, explotación, evolución de los precios y situación del mercado.
- Se trata de un producto controlado por la Comisión Nacional de Mercado de Valores (CNMV) que mejora la rentabilidad financiero-fiscal de la inversión inmobiliaria directa.
- Permite olvidarse de las laboriosas tareas de explotación inmobiliaria (gestión de cobros y morosos, administración, reparaciones...), al ceder su gestión a profesionales expertos que tienen grandes conocimientos del sector, con lo que las posibilidades de realizar inversiones acertadas son más elevadas y pueden gestionar mejor los arrendamientos que un inversor individual.
- Un tasador independiente valora periódicamente el patrimonio lo que permite conocer el valor actual de la inversión realizada.
- Disfruta de una favorable fiscalidad del 1% sobre el Impuesto de Sociedades y una bonificación del 95% en el ITP y AJD, con la condición de invertir como mínimo el 50% de sus activos en viviendas, residencias para la tercera edad o de estudiantes.

¹⁹⁶ Un ejemplo de inversión inmobiliaria colectiva que entró en funcionamiento en España antes de ser regulados los Fondos y Sociedades de Inversión Inmobiliaria, fue la “multipropiedad”, una fórmula que permite el disfrute de un bien real a lo largo del tiempo y de forma alternativa entre los propietarios. A diferencia de la multipropiedad, en el FII o la SII la propiedad conjunta se traduce en un derecho de participación y no de disfrute. Tampoco hay que confundir esta figura con la de los fondos de inversión mobiliarios sectoriales que invierten en compañías cotizadas en los mercados bursátiles y cuyo objeto social es la gestión de patrimonios inmobiliarios.

- Teniendo en cuenta la escasa liquidez de la mayor parte del patrimonio del fondo, el derecho de reembolso sólo es necesario que quede garantizado una vez al año en circunstancias normales, aunque el reglamento del fondo puede establecer periodos más cortos.
- Son fondos que obtienen rentabilidades bastante atractivas en relación a su perfil conservador y que no están afectadas por las fluctuaciones bursátiles.
- Son productos para todo tipo de inversores, incluso institucionales¹⁹⁷ dada la solidez de su cartera y su revalorización en el medio plazo, especialmente apropiados para inversores prudentes que deseen diversificar sus inversiones buscando rendimientos algo superiores a la inflación con bajo riesgo.
- Una ventaja de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria es su relativa independencia de las variaciones bruscas en los precios de los inmuebles. Ello se explica, no sólo por el prudente sistema de valoración, sino por el mantenimiento de una cartera diversificada (inmuebles industriales, comerciales, oficinas y viviendas) y porque una gran parte de sus rendimientos provienen del alquiler de los mismos.
- Se pueden utilizar como forma de ahorro finalista de cara a la jubilación, opción que, dadas las características de la inversión, incorpora un componente de seguridad.
- Al estar la inversión dividida en participaciones, el inversor podrá desprenderse de ella cómodamente en función de sus necesidades. Esta fragmentación resulta útil incluso en el caso de transmisión por herencia: la existencia de participaciones permitiría que cada heredero pudiese decidir libremente el destino de la inversión transmitida, lo que no es posible si lo que se recibe es un inmueble (López Milla, 1997).
- El asequible precio de las participaciones de los fondos constituye otra ventaja, mientras que las Sociedades pueden resultar interesantes para titulares de grandes patrimonios que aprovechan ventajas fiscales específicas en los impuestos sobre el Patrimonio¹⁹⁸ y Sucesiones bajo determinadas condiciones.

Sus **inconvenientes** son:

- Su escasa liquidez, ya que la periodicidad de los reembolsos se limita en la mayoría de los casos a solo dos o tres veces al año.
- Las restricciones legislativas que obligan a las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria a invertir un mínimo del 50% del patrimonio en viviendas y residencias para obtener beneficios fiscales, es algo que puede hacer disminuir la rentabilidad final.

¹⁹⁷ Aseguradoras y fondos de pensiones, preferentemente. De hecho, dos de los FII españoles gestionados por Inverseguros, se destinan a entidades aseguradoras, ya que una disposición de 1993 establece que las participaciones en FII tienen la consideración de activos aptos para la inversión de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras. Por lo que respecta a los fondos de pensiones, existe una elevada afinidad entre su horizonte temporal de inversión y los plazos que implican el diseño, la construcción y la consolidación de los proyectos inmobiliarios.

¹⁹⁸ La desaparición del Impuesto sobre el Patrimonio en 2008 hace irrelevante esta característica.

- Soportan unas comisiones de gestión más elevadas que las aplicadas a las IIC financieras, debido a la complejidad que implica la administración de estas instituciones.
- Las comisiones de reembolso, que suelen aplicarse durante los primeros tres o cuatro años, desincentivan las inversiones a corto plazo.
- En caso de que los tipos a largo plazo aumentasen significativamente se incrementaría el riesgo de esta inversión.
- No representan una opción aconsejable para ahorradores que busquen rentabilidad a corto plazo, ni para aquellos que no puedan mantener su inversión durante un periodo de tiempo suficientemente largo.

3.5.8. Influencia de la inversión colectiva inmobiliaria en la economía

La inversión colectiva inmobiliaria permite conectar dos importantes sectores de nuestra economía, el mercado financiero con el mercado inmobiliario. Sin embargo, el impacto de estos productos sobre la actividad económica real es todavía limitado, dado el escaso número de instituciones creadas hasta ahora y su reciente aparición.

3.5.8.1. Incidencia en los mercados inmobiliarios

En los mercados inmobiliarios, estas instituciones desempeñan dos funciones fundamentales:

- Como demandantes de inmuebles.
- Como oferentes de inmuebles para alquilar.

En la actualidad se estima que los fondos inmobiliarios canalizan aproximadamente el 11% del arrendamiento de locales comerciales, porcentaje todavía modesto pero con perspectivas de crecimiento. Por otra parte, deberán potenciar la oferta de viviendas en alquiler, mercado poco desarrollado en España en relación con otros países de nuestro entorno¹⁹⁹.

Su presencia como demandantes de inmuebles debería permitir fluctuaciones cíclicas de precios más suaves que las que se producen periódicamente en los mercados inmobiliarios. Ya que deben comprar a precios bajos para vender cuando se alcancen mayores revalorizaciones, esta actuación daría mayor estabilidad al mercado disminuyendo parte del exceso de oferta existente en periodos de recesión y aumentando el volumen de inmuebles disponibles en los momentos de expansión.

No obstante, las posibilidades de que estas instituciones puedan influir de una forma significativa en la evolución del mercado español de compra-venta de inmuebles son escasas ya que ha de tenerse en cuenta que la actuación contracíclica de los FII queda limitada por su configuración como instituciones abiertas. Cuando los precios de los inmuebles están al alza las gestoras preferirán realizar plusvalías y limitar al máximo la compra de nuevos activos, pero será probablemente en esos momentos

¹⁹⁹ En unas jornadas sobre la vivienda celebradas en Málaga en marzo de 2005, el asesor del Secretario de Estado de Economía, Alejandro Inurrieta, manifestaba que los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria contribuirían a crear un mercado de alquiler profesional que no existe y aumentar el parque de viviendas en alquiler hasta el 30%, añadiendo que actualmente este mercado es de baja calidad, está en manos de particulares y se encuentra discriminado respecto a la compra.

cuando tengan mayores solicitudes de suscripción por parte de aquellos inversores que acuden atraídos por la buena situación del mercado. Por el contrario, en periodos bajistas, las gestoras incrementarán las adquisiciones en un mercado que ofrece precios razonables a sus inversiones. Sin embargo, la demanda de reembolsos por parte de aquellos partícipes que decidan buscar otras inversiones más rentables puede limitar seriamente las posibilidades de adquirir en esos momentos buenos inmuebles a precios bajos.

En el mercado del alquiler, aunque su influencia todavía no sea muy significativa, los Fondos de Inversión Inmobiliaria contribuyen a incrementar la oferta de inmuebles con una calidad superior a la generalmente existente, mejorando el dinamismo del mercado de viviendas en alquiler a través de una gestión profesional y transparente en un contexto donde más del 85% del parque está ofertado actualmente por propietarios particulares.

La evidencia disponible para algunos países en los que la inversión colectiva en bienes inmuebles ha sido importante muestra que ésta ha desempeñado un papel relevante en el desarrollo urbanístico de ciudades en crecimiento. El avance de este tipo de instrumentos generalmente está asociado con la mayor profesionalización y desarrollo del mercado de alquileres residencial y comercial. Ello puede contribuir a reducir la proporción de hogares en un régimen de tenencia en propiedad, lo que propiciaría un mayor grado de movilidad laboral. El dinamismo del mercado de alquiler comercial también favorece que las empresas liberen parte de sus recursos invertidos en inmuebles, para destinarlos a actividades relacionadas con su negocio (Marqués y Maza, 2006).

Estas instituciones tienden a maximizar la ocupación de sus inmuebles por medio del arrendamiento, minimizando al mismo tiempo el coste de la inseguridad jurídica, considerado éste como el principal factor que retrae actualmente la puesta en el mercado del alquiler de los inmuebles propiedad de particulares.

3.5.8.2. Incidencia sobre los mercados financieros y en otras magnitudes económicas

Si la influencia de las instituciones de inversión inmobiliaria ha sido hasta ahora poco significativa en el sector de la construcción, lo es mucho menos en los mercados financieros, donde sus inversiones son absolutamente testimoniales sobre los elevados volúmenes de recursos que absorben estos mercados. Según datos del Banco de España, las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria representan sólo el 0,7% mientras que la media europea es del 3,1%. Los líderes son Portugal (6,2%), Alemania (5,9%) y Holanda (5,3%). En Australia alcanza el 9,6% y en EE.UU. el 2,5%.

3.5.9. Conclusiones

- La inversión colectiva inmobiliaria en España ha tenido hasta ahora un modesto desarrollo debido, en parte, a las características culturales que definen el perfil del inversor español en el mercado inmobiliario y a una escasa oferta que no ha contado con un apoyo comercial significativo.

- Las preferencias del ahorrador se han decantado por los fondos de inversión de carácter financiero, que gozan de una mayor liquidez, y por el hecho de que el inversor no ha considerado la inversión colectiva inmobiliaria como complementaria a la mobiliaria.
- Los fondos inmobiliarios constituyen una opción de inversión que puede formar parte de una cartera diversificada. En los últimos años, con una volatilidad reducida y desligada del comportamiento de los mercados bursátiles, ha proporcionado a los partícipes atractivas rentabilidades, siempre superiores a otras alternativas sin riesgo como las Letras del Tesoro a 12 meses.
- Las restricciones impuestas por la legislación a su funcionamiento ha sido uno de los factores que ha frenado el desarrollo de estas instituciones y aunque la norma se ha ido flexibilizando con el paso del tiempo cabría esperar en el futuro una mayor libertad operativa.
- Las recientes facilidades para realizar adquisiciones en el exterior, deben permitir una mayor diversificación de las inversiones de estas instituciones hacia mercados donde los inmuebles presenten mejores perspectivas de revalorización, evitando la concentración de riesgos en mercados menos propicios.
- Otro cambio significativo de la norma ha sido la inclusión de las residencias de estudiantes y de la tercera edad dentro del coeficiente de inversión en vivienda residencial, especialmente importante por lo que se refiere a las residencias de la tercera edad que están en pleno auge.
- En los últimos años esta industria ha tenido un crecimiento apreciable aunque dentro del contexto internacional sigue teniendo escasa relevancia. Se hace necesaria una mayor competencia en el sector que debe pasar por la creación de nuevos fondos y sociedades.
- A partir de 2002 se observa un mayor dinamismo en el desarrollo del sector de los fondos inmobiliarios. Entre 2002 y 2007 se crean seis nuevos fondos y el patrimonio administrado se cuadruplica.
- Aunque todavía incipiente, un hecho relevante es la reciente utilización de la fórmula societaria. Mientras que en el año 2002 solo existía una sociedad de inversión inmobiliaria, a 30-06-08 la CNMV registra ocho SII.
- La supresión del Impuesto sobre el Patrimonio en 2008 convierte en irrelevante la ventaja que tenían las Sociedades de Inversión Inmobiliaria para evitar este impuesto si el inversor poseía una cifra superior al 5% del capital social. Mantienen sin embargo la ventaja de su carácter cerrado junto con las propias de la inversión colectiva.
- El avance de estos instrumentos, tanto fondos como sociedades, deberá producir efectos favorables en el subdesarrollado mercado de alquileres en España.
- En la medida en que se produzca un mejor conocimiento del producto por parte del ahorrador particular, la canalización de fondos hacia estos instrumentos contribuirá a diversificar el patrimonio financiero familiar.

- Otro factor decisivo en el despegue definitivo de estos productos será llevar a cabo una gestión prudente y profesional que busque la captación de inversores informados²⁰⁰, conocedores del producto y de sus características.
- También son necesarias ciertas cautelas, pues hay que tener en cuenta que una entrada masiva de dinero puede suponer una caída de los rendimientos del fondo, mientras se mantenga en activos líquidos hasta que los gestores encuentran inmuebles idóneos donde invertir, que una vez alquilados proporcionarán rendimientos recurrentes.
- Estos instrumentos se han promocionado casi exclusivamente de forma personal por comerciales del sector bancario, sin que constituya para ellos una prioridad de venta debido a que existen otros productos con objetivos más exigentes, por lo que hasta ahora prácticamente han sido inexistentes las campañas publicitarias, que se han limitado a algunas inserciones en prensa relativas a Fondos de Inversión Inmobiliaria constituidos bajo la normativa española.
- Con la prevista puesta en marcha en 2009 de las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Sector Inmobiliario), que constituyen la versión española de los REITS, la inversión colectiva inmobiliaria contará con un nuevo instrumento que deberá contribuir a su revitalización.

3.6. Bibliografía

Innovación y competencia en el sistema bancario español

- BANCO DE ESPAÑA (varios años): *Cuentas financieras de la economía española*.
- BARRUTIA LEGARRETA, J. M. (2002): *Marketing bancario en la era de la información*. Pirámide-Esic, Madrid.
- BERGES LOBERA, A. (Coord.) (2000): *El Ahorro y los Mercados Financieros. Situación actual y perspectivas*. Bolsa de Madrid.
- BOCIGAS SOLAR, O. (2001): *El Banco de Santander, motor del marketing entre los grandes bancos españoles*. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- CASAS JURADO, A. C. (2003): *El mercado español de fondos de inversión: análisis económico-financiero*. Universidad de Granada.
- CORTÉS GARCÍA, F. J. y otros (2000): *Titulización de Activos. Oportunidades de la titulización ante la nueva economía*. Caja Rural de Almería.
- EMBED HERRANZ et al. (1998): *Marketing financiero*. McGraw-Hill, Madrid.
- ESCRIVÁ BERTÓ et al. (2003): *Los fondos de titulización como instrumento alternativo para la financiación de pymes*. Civitas, Madrid.
- FAINÉ, I. y TORNABELL, R. (2001): *Pasión por la banca*. Deusto, Bilbao.
- GONZÁLEZ-PÁRAMO, J. M. y BADENES PLÁ, N. (2003): *Un lustro de reformas en la fiscalidad del ahorro (1999-2003)*. Círculo de Empresarios, Madrid.
- GRANDÍO DOPICO, A. et al. (1997): *Mercados financieros*. McGraw-Hill, Madrid.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (INE) (varios años): *Series estadísticas*.
- MÁS, S. (2003): *Servicios financieros: la era del cliente*. Gestión 2000, Barcelona.

²⁰⁰ Los mayores conocimientos de los inversores pueden reducir la necesidad de marketing general, pero pueden requerir mayores esfuerzos de venta especializada (García Santos, 2006).

- MAZA, L. A. y SANCHÍS, A. (2003): "La evolución de la composición de la cartera de activos financieros de las familias españolas". Banco de España, *Boletín Económico*, diciembre 2003.
- MERCADO IDOETA, C. (1999): *Banca en Internet: marketing y nuevas tecnologías*. Dykinson, Madrid.
- MONTIJANO GUARDIA, F. (2001): *La diversidad de enfoques en la relación banca-seguros*. Universidad de Jaén.
- OLIVER ALFONSO, M. D. (1996): *El fenómeno de la innovación financiera: la experiencia española*. Ariel, Barcelona.
- ONTIVEROS, E. y VALERO, F. J. (Dir.) (1997): *Sistema financiero español: 1987-1997. Una década de transformaciones*. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid.
- OÑA NAVARRO, F. (Coord.) (2005): *Los retos de la industria bancaria en España*. Caja Rural Intermediterránea (Cajamar).
- PENELAS LEGUÍA, A. (1994): *Estrategia comercial en el sistema bancario español: factores determinantes y tipología*. Universidad de Alcalá de Henares (Tesis doctoral sin publicar).
- RABASSA ASENJO, B. (Coord.) (1986): *Presente y futuro de los servicios bancarios de las entidades financieras*. Nixdorf Computer, Madrid.
- ROA, A. et al. (2004): *Fondos Hedge. Conceptos y estrategias*. Pirámide, Madrid.
- RODRÍGUEZ PARADA, S. (1994): *Calidad de servicio. Exigencia actual para entidades financieras competitivas*. Club gestión de calidad, Madrid.
- SARRO ÁLVAREZ, M. M. (2001): *Marketing de las cajas de ahorros*. Pirámide-Esic, Madrid.
- TERUEL SIERRA, M. (1995). *Marketing financiero y de servicios de la oficina bancaria*. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.

Los fondos de inversión de carácter financiero

- ÁLVAREZ MOLINA, F. (2002): *No le digas a mi madre que trabajo en Bolsa*. Alianza.
- BARRERO MUÑOZ, M. (2000): *Manual de SICAV y fondos de inversión extranjeros*. Inversor Ediciones, Madrid.
- BARRUTIA, J. M. (2002): *Marketing bancario en la era de la información*. Pirámide-Esic, Madrid.
- BOCIGAS SOLAR, O. (2001): *El Banco Santander motor del marketing entre los grandes bancos españoles*. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- CASAS JURADO, A. C. (2003): *El mercado español de Fondos de Inversión: Análisis Económico-financiero*. Universidad de Granada.
- CNMV (varios años): *Estadísticas sobre IIC*. CNMV, Madrid.
- CNMV (2002): *Los fondos de inversión y la inversión colectiva*. Guía informativa de la CNMV, Madrid.
- GARCÍA VAQUERO, V. (1991): *Los fondos de inversión en España*. Boletín Económico del Banco de España.
- GRANDÍO DOPICO, A., LÓPEZ SUÁREZ, P. A. et al. (1997): *Mercados Financieros*. McGraw-Hill, Madrid.
- LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I. (2002): *Cómo elegir un fondo de inversión*. CIE DOSSAT 2000, Madrid.
- LÓPEZ PASCUAL, J. (1999): *Los fondos de inversión. Cien preguntas clave y sus respuestas*. Dykinson.
- LÓPEZ SUÁREZ, P. y NÓVOA ARECHAGA, I. (2003): *El pasado y el presente de los Fondos de Inversión en España*. XVII Congreso Nacional AEDEM, Burdeos.

- MATEU GORDON, J. L.; PALOMO ZURDO, R. J. (2004): *Productos financieros y operaciones de inversión*. I.S.T.P, Madrid.
- MORGAN STANLEY (2002): *Manual práctico para saber invertir*. Cincodías, Madrid.
- ROA, A. et al. (2004): *Fondos Hedge. Conceptos y estrategias*. Pirámide, Madrid
- SOLDEVILLA GARCÍA, E. (1999): *Los fondos de inversión. Gestión y valoración*. Pirámide, Madrid.
- TAPIA HERMIDA, A. J. (1998): *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*. Dykinson.
- TERUEL SIERRA, M. (1995): *Marketing financiero y de servicios de la oficina bancaria*. U. P. Comillas.
- TUSQUETS TRIAS DE BES, F. (2001): *La sociedad de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV)*. Marcial Pons, Madrid.
- VALERO, F. J. (Dir.) et al. (1999): *Manual práctico de fondos de inversión*. Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.

La estructura societaria de la inversión colectiva mobiliaria

- CNMV (varios años): *Informes sobre IIC*.
- GARCÍA DE LA RASILLA y PINEDA, A. (2007): "El inversor individual y el inversor institucional. Las Instituciones de Inversión Colectiva". En *Curso de Bolsa y Mercados Financieros*. Ariel e Instituto Español de Analistas Financieros, pp. 857-923.
- TUSQUETS TRIAS DE BES, F. (2001): *La Sociedad de Inversión Mobiliaria de Capital Variable (SIMCAV)*. Marcial Pons, Madrid.

Legislación aplicable

- Ley 46/1984, de 26 de diciembre.
- Real Decreto 1.393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984.
- Orden Ministerial de 6 de julio de 1993 sobre normas de funcionamiento de la SICAV.
- Ley 35/2003, de 4 de noviembre.
- Real Decreto 1.309/2005, de 4 de noviembre.
- Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.

La inversión colectiva inmobiliaria en España

- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): Estadísticas sobre Instituciones de Inversión Colectiva.
- DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, J. M. (2006): "El tratamiento fiscal de los fondos de inversión en el IRPF: Un análisis comparativo". *Perspectivas del Sistema Financiero*. N° 87/2006.
- FERRAZ RICARTE, R. (2006): "La financiación del Boom de la vivienda". *Papeles de Economía Española*, n° 109, 2006.
- GARCÍA SANTOS, M. N. (2006): "El nuevo marco para la Instituciones de Inversión Colectiva". *Perspectivas del Sistema Financiero*, n° 87/2006.
- GARCÍA-MONTALVO, J. (2006): "Reconstruyendo la burbuja: expectativas de revalorización precio de la vivienda en España". *Papeles de Economía Española*, n° 109, 2006.
- GARCÍA-VAQUERO, V. y Maza, L. A. (2006): "Evolución reciente y situación actual de la inversión colectiva en España". *Boletín Económico*, noviembre, Banco de España.

- LEAL MALDONADO, J. (2005): "La formación de la demanda de vivienda en la España Actual". En *La política de vivienda en los albores del siglo XXI*. Colección Formación Inmobiliaria. Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.
- LÓPEZ MILLA, J. (1997): *Los Fondos de Inversión Inmobiliaria en España*. Universidad de Alicante. Departamento de Análisis Económico Aplicado. Documento de trabajo nº 9.703.
- LÓPEZ PENABAD, C. y FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, L. (1999): "Los Fondos de Inversión Inmobiliaria: Nuevas posibilidades de desarrollo". *Actualidad Financiera*, octubre 1999.
- LÓPEZ SUÁREZ, P. A. y NÓVOA ARECHAGA, I. (2003): "El pasado y el presente de los fondos de inversión en España". *Libro de Actas Congreso AEDEM*. Burdeos, junio 2003.
- LÓPEZ SUÁREZ, P. A. y NÓVOA ARECHAGA, I. (2006): "El mercado de la vivienda en España: una década prodigiosa (1995-2005)". *Libro de Actas Congreso AEDEM*. Palma de Mallorca, junio 2006.
- MARQUÉS, J. M. y MAZA, L. A. (2006): "La inversión colectiva en activos inmobiliarios: un análisis comparado del caso español". *Boletín Económico*, mayo, Banco de España.
- MONCADA DURRUTI, J. y BERAZA PÉREZ, I. (2006): "La nueva regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva". *Perspectivas del Sistema Financiero*, nº 87/2006.
- MORÓN BECQUER, P. (2005): "Características del parque de viviendas en alquiler y de los inquilinos". En *La política de vivienda en los albores del Siglo XXI*. Colección Formación Inmobiliaria. Universidad Autónoma de Madrid, Madrid.
- NAREDO J. M. et al. (2005): *Patrimonio Inmobiliario y Balance Nacional de la Economía Española*. Ed. FUNCAS.
- OSÁCAR GARAICOECHEA, C. (1994): *Manual de los Fondos de Inversión Inmobiliaria*. Inversor Ediciones, S.L.
- RODRÍGUEZ LÓPEZ, J. (2006): "Los Booms inmobiliarios en España. Un análisis de tres periodos". *Papeles de Economía Española*, nº 109, 2006.
- SOLER MOVILLA, M. A. (1997). "Los fondos de inversión colectiva inmobiliaria en España". *Actualidad Financiera*. Nº monográfico, tercer trimestre 1997.

Legislación aplicable

Ley 46/1984, de 26 de diciembre.

Ley 19/1992, de 7 de julio.

Real Decreto 686/1993 de 7 de mayo.

O.M. de 24 de septiembre de 1993.

O.M. de 30 de noviembre de 1994.

Circular 4/1994 de 14 de diciembre de la CNMV.

Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio.

Circular 5/1997 de 26 de noviembre de la CNMV.

Ley 20/1998 de 1 de julio.

Real Decreto 845/1999 de 21 de mayo.

O.M. de 27 de marzo de 2003.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Ley 23/2005, de 18 de noviembre.

Circular 3/2006, de 26 de octubre de la CNMV.



ITE CAIXA GALICIA

EL INSTITUTO TECNOLÓGICO EMPRESARIAL CAIXA GALICIA

Caixa Galicia ofrece a la sociedad gallega todo el bagaje de conocimientos y mejores prácticas que durante más de 25 años de existencia ha generado a través del **Instituto Tecnológico Empresarial Caixa Galicia (ITE Caixa Galicia)**.

ITE Caixa Galicia es la Universidad Corporativa Abierta de Caixa Galicia, que gestiona tanto su formación interna, liderando el cambio hacia la organización del futuro, como los programas abiertos a terceros.

Como Escuela de Negocios, y desde el año 2004, ITE Caixa Galicia ofrece a profesionales, empresarios, directivos y universitarios recién titulados la posibilidad de aprovechar la experiencia obtenida por el Grupo Caixa Galicia en sus principales áreas de actuación: **área financiera, área de gestión y área tecnológica**.

En cada una de estas áreas, ITE Caixa Galicia oferta programas de larga duración, y cursos y seminarios de corta duración, cuya oferta se actualiza continuamente para responder a las demandas del mercado.

APRENDER PARA CREAR

El lema de ITE Caixa Galicia refleja bien su propuesta formativa: **“Aprender para crear”**.

Aprender versus enseñar porque “aprender” es un proceso continuo cuya responsabilidad última recae sobre el individuo. El papel de ITE Caixa Galicia, como universidad o educación liberal, es proveer el entorno y herramientas necesarios para provocar que ese proceso de aprendizaje se produzca.

Y “crear” porque este concepto aúna los dos grandes caballos de batalla del mundo económico y empresarial actual: innovación y ejecución, y tiene numerosas implicaciones: crear valor, riqueza, empleo, productos, industrias, y un largo etc.

EL VALOR AÑADIDO DE ITE CAIXA GALICIA

ITE Caixa Galicia tiene un objetivo principal en todas sus acciones formativas: la **búsqueda de la excelencia**.

Los aspectos diferenciales concretos que materializan este objetivo y diferencian su oferta formativa del resto son:

- Acerca a Galicia programas de calidad, comparables a iniciativas que previamente sólo estaban disponibles en las principales capitales europeas, centrándose en aquellas áreas donde existe una gran demanda de formación y alta empleabilidad.
- Cuenta con un profesorado de primer nivel. ITE Caixa Galicia no sólo cuenta con los mejores

profesionales del Grupo Caixa Galicia sino que ha buscado y establecido alianzas con los mejores profesionales y las mejores entidades en cada una de las disciplinas, tanto en el extranjero (ej: INSEAD, ISTITUTO MARANGONI, SAP) como en España (Instituto de Postgrado y Formación Continua de la Universidad Pontificia de Comillas, AFI, O&F, FEF), poniendo a disposición de la sociedad gallega una oferta inexistente hasta este momento en Galicia.

- Facilita el acceso a los programas formativos a través de Becas de Estudio y Condiciones de Financiación especiales, acercando una formación de primer nivel a todos los sectores de la sociedad sin exclusión alguna.

Con estos fundamentos, la realización de los programas formativos de ITE Caixa Galicia ofrece a los alumnos:

- Una clara diferenciación del currículum, que quedará desmarcado de otros que presenten titulaciones más habituales y estándares en el mercado.
- Un reconocimiento del valor del título a nivel nacional e internacional, al acceder a una formación donde colaboran entidades de reconocido prestigio en el mundo empresarial.
- Acceso a la Bolsa de Talento de ITE Caixa Galicia donde las principales empresas acuden para acceder a los perfiles profesionales más cualificados. Empresas como Accenture, KPMG, Cap Gemini o Caixa Galicia, entre muchas otras han accedido a esta Bolsa de Talento donde han seleccionado a muchos de nuestros alumnos.
- Acceder a una amplia red de contactos en Galicia y en toda España, a través de las Asociaciones de Antiguos Alumnos de ITE Caixa Galicia, compuesta por personas que ocupan puestos cada vez más relevantes en Galicia.
- La internacionalización de su carrera profesional, con la posibilidad de complementar su formación en Escuelas de Negocio de primer nivel internacional como INSEAD accediendo a las mejores prácticas de mercado internacionales.

ITE CAIXA GALICIA: HECHOS Y CIFRAS

ITE Caixa Galicia, como Universidad Corporativa Abierta, es responsable de la formación de los más de 4.000 empleados de Caixa Galicia. En 2006, Caixa Galicia desarrolló más de 150.000 horas lectivas, impartidas en casi 1.000 acciones formativas diferentes por las que pasaron más de 11.500 participantes.

La formación ofrecida en los programas de ITE Caixa Galicia cumple con los niveles exigidos por el mercado y con las exigencias de las empresas:

- 100% de aprobados en el examen de certificación como “Consultor/a SAP” de la primera promoción del Máster SAP en Gestión integrada de la Empresa.
- 100% de acceso a prácticas del alumnado del Máster en Banca y Finanzas.
- Inserción laboral prácticamente plena en los participantes de los programas tecnológicos de ITE Caixa Galicia, así como en los programas para personas recién tituladas.

ITE Caixa Galicia colabora con las mejores entidades de formación y empresariales, así como con las Administraciones Públicas:

- Un gran número de participantes en nuestros programas han realizado estancias formativas en INSEAD (Fontainebleau-Francia).
- Un gran número de profesionales con experiencia ha confiado en la calidad del programa MBA-Executive organizado con el Instituto de Postgrado de la Universidad Pontificia Comillas de Madrid (ICADE).
- Empresas donde el alumnado ha realizado prácticas o ha sido contratado: Caixa Galicia, Accenture, Cap Gemini, KPMG, Reuters, Softgal Gestión, Softtek GDC Europe, etc.
- Otras entidades de formación colaboradoras: Istituto Marangoni, TEC de Monterrey, IEB-Options & Futures, Escuela de Finanzas Aplicadas-AFI, Fundación de Estudios Financieros-FEF...
- Otras entidades colaboradoras: Xunta de Galicia, Confederaciones de Empresarios, Cámaras de Comercio Asociaciones Profesionales...

